

**PENGARUH HARI DALAM SATU MINGGU (*DAY OF THE WEEK EFFECT*) PADA *UNDERPRICING* DAN *LONG-TERM MARKET PERFORMANCE* SAHAM-SAHAM *INITIAL PUBLIC OFFERINGS* DI PASAR MODAL INDONESIA**

# **TESIS**

Untuk Memenuhi Persyaratan  
Mencapai Gelar Magister



Oleh:  
**NUGROHO SASIKIRONO**  
166020202111017

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI & BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2018**

**T E S I S**

**PENGARUH HARI DALAM SATU MINGGU (*DAY OF THE WEEK EFFECT*)  
PADA *UNDERPRICING* DAN *LONG-TERM MARKET PERFORMANCE*  
SAHAM-SAHAM *INITIAL PUBLIC OFFERINGS* DI PASAR MODAL  
INDONESIA**

Oleh :

**NUGROHO SASIKIRONO**

166020202111017

telah dipertahankan didepan penguji  
pada tanggal: 26 Juni 2018  
dinyatakan telah memenuhi syarat



Menyetujui  
**Komisi Pembimbing,**

**Dr. Sumiati, SE., M.Si.**

Ketua

**Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE., M.Si.**

Anggota

Mengetahui,

a.n. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Brawijaya  
Ketua Program Magister Manajemen

**Dr. Drs. Fatchur Rohman, M.Si., CSM**

NIP. 19610121 198601 1 002

JUDUL TESIS :

**PENGARUH HARI DALAM SATU MINGGU (*DAY OF THE WEEK EFFECT*)  
PADA *UNDERPRICING* DAN *LONG-TERM MARKET PERFORMANCE*  
SAHAM-SAHAM *INITIAL PUBLIC OFFERINGS* DI PASAR MODAL  
INDONESIA.**

Nama Mahasiswa : Nugroho Sasikirono  
NIM : 166020202111017  
Program Studi : Magister Manajemen  
Minat : Manajemen Keuangan

KOMISI PEMBIMBING :

Ketua : Dr. Sumiati, SE., M.Si.  
Anggota : Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE., M.Si.

TIM DOSEN PENGUJI :

Dosen Penguji 1 : Dr. Siti Aisjah, SE, MS, CSRS, CFP  
Dosen Penguji 2 : Dr. Atim Djazuli, SE, MM, CFP

Tanggal Ujian : 26 Juni 2018

a.n. Dekan Fakultas Ekonomi dan  
Bisnis  
Universitas Brawijaya  
Ketua Program Magister Manajemen

Dr. Drs. Fatchur Rohman, M.Si., CSM  
NIP. 19610121 198601 1 002

## PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam Naskah Tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah Tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia Tesis (MAGISTER) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Malang, 26 Juni 2018  
Mahasiswa

Materai  
ttd

Nugroho Sasikirono  
166020202111017

## RIWAYAT HIDUP

Nugroho Sasikirono, Surabaya, 19 Agustus 1969. Putra Bapak Soedijono (Alm.) dan Ibu Soerjati (Alm.). Lulus studi di Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga tahun 1994. Konsultan pada Laboratorium Pengembangan Manajemen dan Bisnis Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga. Kegiatan yang pernah diselenggarakan antara lain:

- Ketua tim: Kajian Pemetaan potensi Layanan Keuangan Digital (LKD) –Bank Indonesia
- Ketua tim: Survey Literasi Keuangan – OJK
- Ketua Tim: *Base Line Survey* Pemetaan KPJU Unggulan untuk: Kota Mojokerto, Kabupaten Mojokerto, Kabupaten Jombang, Kabupaten Lamongan – Bank Indonesia
- *Field Coordinator: Preliminary Environmental Impact Analysis (EIA) and Social & Economic Study for Tuban GRR Project - PT Pertamina-Rosneft*
- Koordinator tim ahli: Penyusunan Buku Pedoman Pengolaan Keuangan Berbasis Syariah dan Buku Pedoman Penyusunan Rencana Bisnis Pengembangan Usaha Dalam Rangka Mendukung Akses Pembiayaan Koperasi Wanita – Dinas Koperasi dan UMKM Provinsi Jawa Timur
- Ketua Tim: Kajian Ekonomis Analisis Investasi Penambahan Penyertaan Modal Kerja kepada Perusahaan Daerah Aneka Usaha dan Jasa Pemerintah Kota Bontang.

Malang, Juni 2018

Penulis

## UCAPAN TERIMA KASIH

Bismillahirrohmanirrohim.

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT Yang Maha Pengasih dan Penyayang, karena atas perkenannya Tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Pada kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, dan ketulusan penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu penyelesaian Tesis ini secara langsung maupun tidak langsung, yaitu:

1. Prof. Dr. Ir. Mohammad Bisri, M.S. selaku Rektor Universitas Brawijaya,
2. Drs Nurkholis, M.Buss., Ak., Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis menjalani dan menyelesaikan studi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
3. Dr. Drs. Fatchur Rohman, M.Si., CSM selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya serta Dodi W. Irawanto, SE., M.Com. selaku mantan Ketua Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya yang telah memfasilitasi penulis untuk menempuh pendidikan Program Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya hingga selesai.
4. Dr. Sumiati, SE., M.Si., selaku ketua komisi pembimbing, yang telah dengan sangat sabar dan pengertian telah banyak meluangkan waktu pikiran, dan tenaga untuk membimbing, memotivasi, dan memberikan masukan guna menyelesaikan tesis ini.

5. Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE., M.Si., selaku anggota komisi pembimbing yang telah meluangkan banyak waktu, tenaga dan pikiran untuk membimbing, memotivasi, dan memberikan masukan guna menyelesaikan Tesis ini.
6. Tim Dosen Penguji: Dr. Siti Aisjah, SE, MS, CSRS, CFP, dan Dr. Atim Djazuli, SE, MM, CFP, yang telah banyak memberikan masukan untuk penyempurnaan materi Tesis.
7. Teman-teman seperjuangan, Mahasiswa Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya (Pratasha, Putra, Reza, Simon, Cindera, Ino, Fia, Martak, Nora, Marela-Maret Lahir, Bayu, & Lukman), terima kasih atas kerjasama dan dukungannya selama mengikuti perkuliahan dan menyelesaikan pendidikan pada Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
8. Seluruh keluarga atas doa selama penulis mengikuti studi.

Akhir kata kepada semua pihak yang tidak mungkin penulis sebutkan satu persatu, Penulis sampaikan rasa hormat yang setinggi-tingginya serta penghargaan dan terima kasih yang tidak terhingga. Semoga Allah SWT menerima segala amal kebajikan dan membalas dengan kebaikan yang lebih di dunia dan akhirat. Amiin YRA

Malang, Juni 2018

Penulis



## ABSTRAK

Nugroho Sasikirono: Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, 26 Juni 2018. **Pengaruh Hari dalam Satu Minggu (*Day of the Week Effect*) pada *Underpricing* dan *Long-Term Market Performance* Saham-saham *Initial Public Offerings* di Pasar Modal Indonesia.** Ketua Pembimbing: Sumiati, Komisi Pembimbing: Nur Khusniyah Indrawati.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *seasonality* pada kinerja pasar jangka pendek dan jangka panjang saham IPO pada periode 2006-2013 di pasar modal Indonesia. Analisis terhadap 151 sampel menunjukkan bahwa tidak ditemukan perbedaan pada rata-rata *Market Adjusted initial Return* produk hari perdagangan pertama yang berbeda. Meskipun demikian ditemukan bahwa rata-rata *CAR36* produk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu secara signifikan lebih rendah daripada hari perdagangan pertama lainnya. Analisis regresi dengan metode *OLS* pada *CAR36* menunjukkan bahwa hari perdagangan pertama Rabu berpengaruh negatif terhadap *long-term market performance*. Hal ini disebabkan *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi cenderung menghindari Rabu sebagai hari perdagangan pertama. Buruknya kualitas saham IPO yang diperdagangkan pada hari perdagangan pertama Rabu menjadi penyebab rendahnya *CAR36* dari *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu.

Kata kunci: *underpricing*, *long-term market performance*, *IPO*, Indonesia



## ABSTRACT

Nugroho Sasikirono: *Postgraduate Economics and Business Faculty of Brawijaya University, June 26<sup>th</sup> 2018. **Day of the Week Effect, Initial Returns, and Long-term Market Performance of Initial Public Offerings in the Indonesian Capital Market.** Supervisor: Sumiati, Co-Supervisor: Nur Khusniyah Indrawati.*

*This study aims to determine whether there is seasonality in the short-run market performance and long-term IPO shares in the period 2006-2013 in the Indonesian capital market. An analysis of 151 samples showed that there is no difference in the average Market Adjusted initial Return of the different first trading day. Nevertheless, the average CAR36 of IPO from the first trading day on Wednesday is significantly lower than any other first trading day. Regression analysis with OLS method on CAR36 showed that the first trading day on Wednesday has a negative effect on long-term market performance. This is due to underwriters who have a high reputation tend to avoid Wednesday as the first trading day. The poor quality of IPO shares traded on the first trading day Wednesday become the cause of the low CAR36 of the IPO with the first trading day Wednesday.*

**Keywords:** underpricing, long-term market performance, IPOs, Indonesia

## KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji syukur kepada Alloh SWT atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyajikan tulisan tesis yang berjudul: Pengaruh Hari dalam Satu Minggu (*Day of the Week Effect*) pada *Underpricing* dan *Long-Term Market Performance* Saham-saham *Initial Public Offerings* di Pasar Modal Indonesia Di dalam tulisan ini, disajikan pokok-pokok bahasan yang meliputi: Pendahuluan, Tinjauan Pustaka, Hipotesis, Metode Penelitian, Hasil dan Pembahasan, serta Kesimpulan. Sangat disadari bahwa dengan kekurangan dan keterbatasan yang dimiliki penulis, walaupun telah dikerahkan segala kemampuan untuk lebih teliti, tetapi masih dirasakan banyak kekurangtepatan, oleh karena itu penulis mengharapkan saran yang membangun agar tulisan ini bermanfaat bagi yang membutuhkan.

Malang, Juni 2018

Penulis

## DAFTAR ISI

|  |           |
|--|-----------|
| HALAMAN JUDUL .....  | i         |
| HALAMAN PENGESAHAN .....   | ii        |
| HALAMAN IDENTITAS TIM PENGUJI .....  | iii       |
| PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS .....  | iv        |
| RIWAYAT HIDUP .....  | v         |
| UCAPAN TERIMA KASIH.....   | vi        |
| ABSTRAK.....   | viii      |
| ABSTRACT .....   | ix        |
| KATA PENGANTAR.....  | x         |
| DAFTAR ISI.....  | xi        |
| DAFTAR TABEL.....  | xv        |
| DAFTAR GAMBAR .....  | xvii      |
| DAFTAR LAMPIRAN .....  | xviii     |
| <b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>   | <b>1</b>  |
| 1.1 Latar Belakang Masalah.....  | 1         |
| 1.2 Rumusan Masalah .....  | 8         |
| 1.3 Tujuan Penelitian.....   | 9         |
| 1.4 Manfaat Penelitian.....  | 9         |
| <b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA.....</b>   | <b>10</b> |
| 2.1 Penelitian Sebelumnya.....   | 10        |
| 2.1.1 <i>Day Of The Week Effect</i> .....                                  | 10        |
| 2.1.2 <i>Underpricing Saham IPO</i> .....                                  | 12        |
| 2.1.3 Kinerja Jangka Panjang Saham <i>IPO</i> .....                        | 13        |
| 2.1.4 <i>Day of the week Effect</i> pada <i>IPO underpricing</i> .....     | 14        |
| 2.2 Landasan Teori .....   | 16        |
| 2.2.1 Pengertian Dan Fungsi Pasar Modal .....                              | 16        |
| 2.2.2 Pengertian Dan Tujuan Investasi.....                                 | 17        |
| 2.2.3 Keuntungan Dan Risiko Investasi Saham .....                          | 19        |
| 2.2.4 Penawaran Umum Perdana Saham ( <i>Initial Public Offering</i> )..... | 20        |
| 2.2.5 Tingkat Pendapatan Saham .....                                       | 22        |
| 2.2.5.1 Tingkat Pendapatan Aktual.....                                     | 22        |

|  |    |
|--|----|
| 2.2.5.2 Tingkat Pendapatan Abnormal .....                            | 24 |
| 2.2.6 Kinerja Pasar ( <i>Market Performance</i> ) IPO.....           | 25 |
| 2.2.6.1 <i>Initial Return (First Day Return)</i> .....               | 25 |
| 2.2.6.2 <i>Long-term market performance</i> Saham IPO .....          | 27 |
| 2.2.6.2 Metode Cumulative Abnormal Return (CAR) .....                | 30 |
| 2.2.7 Faktor Lain yang Berpengaruh terhadap Kinerja Pasar IPO .....  | 31 |
| 2.2.8 Hipotesis Pasar Efisien.....                                   | 34 |
| 2.2.9 Pelanggaran terhadap Hipotesis Pasar Efisien: Anomali Pasar .. | 36 |
| 2.2.10 <i>Day of the week Effect</i> .....                           | 36 |

### **BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN..... 40**

|  |    |
|--|----|
| 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian.....  | 40 |
| 3.1.1 Perbedaan <i>Underpricing</i> menurut Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama terhadap <i>Initial Return</i> .....                              | 40 |
| 3.1.2 Perbedaan <i>Long-term Market Performance</i> berdasarkan Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama pada <i>Long-term Market Performance</i> .... | 46 |
| 3.2. Hipotesis .....   | 52 |
| 3.2.1 Perbedaan <i>underpricing</i> saham IPO dengan hari perdagangan pertama yang berlainan.....  | 52 |
| 3.2.2 Perbedaan <i>long-term market performance</i> saham IPO dengan hari perdagangan pertama yang berlainan .....   | 53 |
| 3.2.3 Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap <i>underpricing</i> saham IPO.....  | 54 |
| 3.2.4 Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap <i>long-term market performance</i> saham IPO .....   | 54 |
| 3.3 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....   | 55 |
| 3.3.1 Variabel Penelitian.....   | 55 |
| 3.3.2 Definisi Operasional Variabel .....  | 57 |
| 3.3.2.1 Hari perdagangan pertama.....  | 57 |
| 3.3.2.2 <i>Underpricing</i> .....  | 57 |
| 3.3.2.3 <i>Long-term market performance</i> .....  | 58 |
| 3.3.2.4 Total Aset.....  | 59 |
| 3.3.2.5 Total penjualan.....   | 59 |

|   |           |
|---|-----------|
| 3.3.2.6 <i>Proceeds</i> .....   | 60        |
| 3.3.2.7 Umur perusahaan.....  | 60        |
| 3.3.2.8 Reputasi penjamin emisi.....  | 60        |
| <b>BAB 4 METODE PENELITIAN.....</b>   | <b>62</b> |
| 4.1 Rancangan Penelitian .....  | 62        |
| 4.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....                                    | 62        |
| 4.3 Prosedur Pengumpulan Data .....   | 64        |
| 4.4 Pengolahan dan Analisis Data.....   | 64        |
| 4.4.1 Perbedaan <i>underpricing</i> berdasarkan hari perdagangan pertama yang berbeda ..... | 64        |
| 4.4.2 Perbedaan <i>CAR36</i> berdasarkan hari perdagangan pertama yang berbeda.....         | 66        |
| 4.4.3 Pengaruh hari pertama perdagangan saham pada <i>underpricing</i> .....                | 67        |
| 4.4.4 Pengaruh hari pertama perdagangan saham terhadap <i>CAR36</i> ..                      | 71        |
| <b>BAB 5 HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>   | <b>75</b> |
| 5.1. Deskripsi Hasil Penelitian .....   | 75        |
| 5.1.1. <i>Underpricing</i> .....  | 78        |
| 5.1.2. <i>Long-term Market Performance</i> .....  | 80        |
| 5.2. Analisis dan Hasil Penelitian .....  | 88        |
| 5.2.1 Uji Beda <i>Underpricing</i> .....  | 88        |
| 5.2.1.1 Pengujian Asumsi.....   | 88        |
| 5.2.1.2 <i>ANOVA Metode Planned Contrast</i> .....  | 91        |
| 5.2.1.3 <i>Robustness Check</i> .....   | 93        |
| 5.2.2 Uji Beda <i>Long-term Market Performance</i> .....                                    | 95        |
| 5.2.2.1 Pengujian Asumsi.....   | 95        |
| 5.2.2.2. <i>ANOVA Metode Planned Contrast</i> .....   | 96        |
| 5.2.2.3 <i>Robustness Check</i> .....   | 99        |
| 5.2.3 <i>Day of the Week Effect</i> pada <i>Underpricing</i> .....                          | 100       |
| 5.2.3.1 Pengujian Asumsi Klasik .....   | 100       |
| 5.2.3.2 Hasil .....   | 102       |
| 5.2.3.3 <i>Robustness Check</i> .....   | 104       |
| 5.2.4 <i>Day of the Week Effect</i> pada <i>Long-term Market Performance</i> ..             | 106       |
| 5.2.4.1 Pengujian Asumsi Klasik .....   | 106       |

|   |            |
|---|------------|
| 5.2.4.2 Hasil .....   | 108        |
| 5.2.4.3 <i>Robustness Check</i> .....   | 110        |
| 5.2.5 Rangkuman Hasil .....   | 111        |
| 5.2.5.1 Rangkuman Hasil Tes Kontras <i>Underpricing</i> .....                   | 111        |
| 5.2.5.2 Rangkuman Hasil Tes Kontras <i>Long-term Market Performance</i> .....   | 112        |
| 5.2.5.3 Rangkuman Hasil Tes Regresi <i>Underpricing</i> .....                   | 113        |
| 5.2.5.4 Rangkuman Hasil Tes Regresi Long-term Market Performance .....          | 114        |
| 5.3 Pembahasan .....  | 115        |
| 5.3.1 Perbedaan <i>Underpricing</i> .....                                       | 115        |
| 5.3.2 Perbedaan <i>Long-term Market Performance</i> .....                       | 118        |
| 5.3.3 <i>Day of the Week Effect</i> pada <i>Underpricing</i> .....              | 121        |
| 5.3.4 <i>Day of the Week Effect</i> pada <i>Long-term Market Performance</i> .. | 123        |
| 5.3.5 Rangkuman pembahasan .....  | 125        |
| 5.4 Keterbatasan Penelitian .....   | 128        |
| 5.5 Implikasi Penelitian .....  | 128        |
| <b>BAB 6 KESIMPULAN</b> .....   | <b>131</b> |
| 6.1 Kesimpulan .....  | 131        |
| 6.2 Saran-saran .....   | 133        |
| <b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....   | <b>135</b> |

## DAFTAR TABEL

|   |     |
|---|-----|
| Tabel 4.1 Populasi dan Sampel .....   | 63  |
| Tabel 5.1 Statistik Deskriptif .....  | 76  |
| Tabel 5.2 <i>Pearson Correlation</i> .....  | 79  |
| Tabel 5.3 Deskripsi <i>MAIR</i> .....   | 80  |
| Tabel 5.4 Deskripsi <i>CAR36</i> .....  | 81  |
| Tabel 5.5 <i>Cumulative Average Abnormal Returns pada IPO periode 2006 - 2013</i> .....         | 86  |
| Tabel 5.6 <i>One Way ANOVA</i> Statistik Normalitas .....                                       | 90  |
| Tabel 5.7 Tes Homogenitas Varians .....   | 91  |
| Tabel 5.8 Tabel Perbandingan .....  | 91  |
| Tabel 5.9 Hasil Tes Kontras <i>MAIR</i> .....   | 92  |
| Tabel 5.10 Uji <i>One Way ANOVA Contrast Tests terhadap MAIR</i> pada Sub Sampel .....          | 94  |
| Tabel 5.11 <i>One Way ANOVA</i> Statistik Normalitas .....                                      | 95  |
| Tabel 5.12 Test Homogenitas Varian .....  | 96  |
| Tabel 5.13 Tabel Perbandingan .....   | 96  |
| Tabel 5.14 Hasil Tes Kontras <i>CAR36</i> .....   | 97  |
| Tabel 5.15 Uji <i>One Way ANOVA Contrast Tests terhadap CAR36</i> pada Sub Sampel .....         | 99  |
| Tabel 5.16 Hasil Pengujian Asumsi Klasik Terhadap <i>MAIR</i> .....                             | 100 |
| Tabel 5.17 Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Klasik Terhadap <i>MAIR</i> .....                   | 101 |
| Tabel 5.18 Hasil Analisis Regresi Pengaruh Hari Perdagangan Pertama Terhadap <i>MAIR</i> .....  | 102 |
| Tabel 5.19 Hasil Regresi <i>MAIR</i> pada Sub Sampel .....                                      | 104 |
| Tabel 5.20 Hasil Pengujian Asumsi Klasik Terhadap <i>CAR36</i> .....                            | 106 |
| Tabel 5.21 Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Klasik Terhadap <i>CAR36</i> .....                  | 107 |
| Tabel 5.22 Hasil Analisis Regresi Pengaruh Hari Perdagangan Pertama Terhadap <i>CAR36</i> ..... | 108 |
| Tabel 5.23 Hasil Regresi <i>CAR36</i> pada Sub Sampel .....                                     | 110 |
| Tabel 5.24 Rangkuman Hasil Tes Kontras <i>MAIR</i> .....  | 112 |

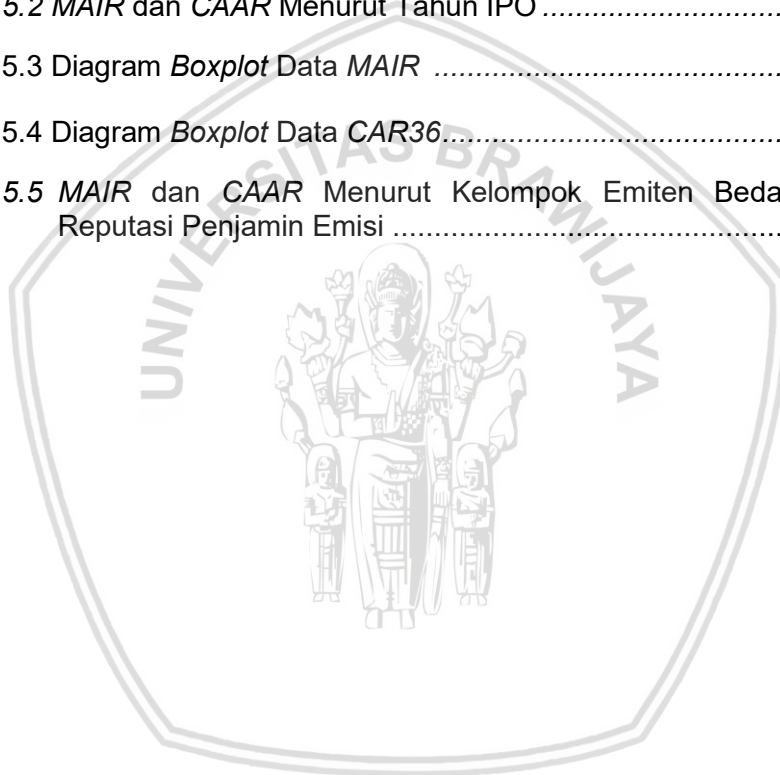


|   |     |
|---|-----|
| Tabel 5.25 Rangkuman Hasil Tes Kontras CAR36 .....                      | 113 |
| Tabel 5.26 Rangkuman Hasil Regresi <i>MAIR</i> .....                    | 114 |
| Tabel 5.27 Rangkuman Hasil Regresi <i>CAR36</i> .....                   | 115 |
| Tabel 5.28 Sebaran <i>CAR36</i> berdasarkan tahun IPO .....             | 120 |
| Tabel 5.29 <i>Pearson Correlation</i> Data Periode Krisis Ekonomi ..... | 121 |
| Tabel 5.30 Rangkuman Pembahasan.....                                    | 126 |



## DAFTAR GAMBAR

|  |    |
|--|----|
| Gambar 3.1 Kerangka Konseptual Perbedaan <i>Initial Return</i> menurut Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama terhadap <i>Initial Return</i> .....                   | 47 |
| Gambar 3.2 Kerangka Konseptual <i>Long-term Market Performance</i> menurut Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama terhadap <i>Long-term Market Performance</i> ..... | 51 |
| Gambar 5.1 <i>MAIR</i> dan <i>CAAR</i> Menurut Hari Perdagangan Pertama .....  | 89 |
| Gambar 5.2 <i>MAIR</i> dan <i>CAAR</i> Menurut Tahun IPO .....   | 85 |
| Gambar 5.3 Diagram <i>Boxplot</i> Data <i>MAIR</i> .....   | 86 |
| Gambar 5.4 Diagram <i>Boxplot</i> Data <i>CAR36</i> .....  | 85 |
| Gambar 5.5 <i>MAIR</i> dan <i>CAAR</i> Menurut Kelompok Emiten Berdasarkan Reputasi Penjamin Emisi .....   | 51 |



## DAFTAR LAMPIRAN

|            |   |     |
|------------|---|-----|
| Lampiran 1 | Daftar Nama Sampel.....   | 142 |
| Lampiran 2 | Regresi terhadap MAIR pada <i>All Sample</i> .....                  | 150 |
| Lampiran 3 | Regresi terhadap CAR36 pada <i>All Sample</i> .....                 | 153 |
| Lampiran 4 | Analisis terhadap <i>sub sample</i> 2006-2010.....                  | 156 |
| Lampiran 5 | Analisis terhadap <i>sub sample</i> 2010-2013.....                  | 166 |
| Lampiran 6 | Analisis terhadap <i>Sub Sample</i> data non tahun krisis ekonomi.. | 175 |
| Lampiran 7 | Analisis korelasi terhadap data 2006-2007 .....                     | 184 |



## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang Masalah

Salah satu asumsi yang sering digunakan dalam kajian tentang investasi di pasar modal adalah bahwa investor di pasar modal bersifat rasional. Dalam Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis / EMH*), “Ekspektasi Rasional” terhadap penetapan harga aset merupakan prasyarat mutlak. Ekspektasi terhadap penetapan harga aset dikatakan rasional apabila investor menggunakan semua informasi yang tersedia dalam membentuk ekspektasi tingkat pengembalian di masa mendatang, dan karenanya harga keseimbangan aset akan sama dengan perkiraan optimal nilai fundamental aset berdasarkan informasi yang tersedia. Dengan kata lain, harga aset akan menunjukkan nilai sekarang dari tingkat pengembalian dimasa mendatang yang diharapkan dari aset. Dalam pasar keuangan yang efisien, semua informasi yang tersedia saat ini tercermin dalam harga aset. Implikasi dari EMH adalah bahwa harga aset mengikuti *random walk*; atau lebih umum sebuah *martingale* (Samuelson, 1965).

Definisi paling awal dari Hipotesis Pasar Efisien, dikemukakan oleh Fama (1970) yang menyatakan bahwa pasar disebut sebagai efisien apabila harga-harga selalu ‘merefleksikan sepenuhnya’ seluruh informasi yang tersedia. Lebih lanjut, Malkiel (2002) menyatakan bahwa sebuah pasar modal dikatakan sepenuhnya efisien jika telah benar-benar mencerminkan semua Informasi dalam menentukan harga sekuritas. Efisiensi pasar modal, yang terkait dengan informasi, juga menyiratkan bahwa tidak dimungkinkan bagi investor untuk

mendapatkan keuntungan ekonomi dengan melakukan perdagangan yang didasarkan pada dasar informasi yang tersedia.

Pada pasar modal yang efisien, sulit bagi investor untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Sedangkan pada pasar modal yang kurang efisien, harga sekuritas kurang dapat mencerminkan semua informasi yang tersedia atau terjadi kesenjangan waktu dalam proses penyesuaian harga sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi yang terjadi. Hasil penelitian di pasar modal berbagai negara mendeteksi beberapa keteraturan (*regularities*). Keteraturan tersebut dikenal sebagai anomali pasar. Dalam keadaan anomali, tingkat pengembalian di pasar modal tidak akan sejalan dengan hipotesis pasar efisien.

Salah satu bentuk anomali pasar adalah kecenderungan terjadinya perbedaan yang signifikan tingkat pengembalian saham pada waktu-waktu tertentu, yang dikenal sebagai *seasonal regularities* (Lakonishok and Smidt, 1989) atau sering diringkas menjadi *seasonality*. Beberapa bentuk seasonality yang sering diamati adalah: 1) *day of the week effect* (French, 1980; Gibson and Hess, 1981; Lakonishok and Levi, 1982), 2) *monthly effect* (Ariel, 1987), serta 3) *holiday effect* (Ariel, 1990; Chan, Khanthavit, dan Thomas, 1996).

*Day of the week effect* adalah kecenderungan munculnya pola *return* tertentu dipasar modal pada hari perdagangan tertentu. French (1980) menemukan bahwa *return* indeks *Standard and Poor* pada hari Senin cenderung negatif pada periode 1953 hingga 1977. Jaffe dan Westerfield (1985) menemukan kecenderungan *return* negatif pada hari Selasa di pasar modal Jepang dan Australia. Agrawal dan Tandon (1994) menemukan bahwa pada sembilan pasar modal dunia terjadi kecenderungan *return* negatif terbesar pada hari Senin dan delapan pasar modal lain pada hari Selasa. Meskipun demikian,

hasil pengamatan pada sub sampel 1980-an menunjukkan bahwa anomali hari tidak lagi muncul pada sebagian besar pasar modal. Meskipun demikian, temuan Doyle dan Chen (2009) menunjukkan persistensi efek hari pada tujuh pasar modal utama dunia yaitu : Amerika, Inggris, Hong Kong, Jepang, Jerman, Prancis dan China. Kajian di pasar modal Indonesia menunjukkan *day of the week effect* terjadi juga di pasar modal Indonesia (Windijarto dan Sasikirono, 2004; Anwar dan Mulyadi, 2009; dan Murhadi, 2015).

Terdapat berbagai penjelasan mengenai fenomena *day of the week effect*. French (1980) dan Jacobs dan Levy (1988) menyatakan bahwa kecenderungan perusahaan untuk menunda pengumuman berita buruk (bad news) hingga pada akhir hari Jumat, yaitu setelah penutupan pasar hari Jumat, menjadi penyebab rendahnya *return* saham pada hari Senin. Miller (1988) menyatakan bahwa rendahnya *return* pada Senin terjadi karena ketiadaan saran broker pada hari-hari libur. Rystrom dan Benson (1989) melakukan studi tentang efek psikologis "*Blue Monday*". Menurut mereka, Senin pagi adalah titik terendah suasana hati (*mood*) pelaku pasar selama seminggu, karena keengganan untuk mulai bekerja lagi. Suasana hati yang buruk ini selanjutnya dapat berhubungan dengan munculnya kesalahan-kesalahan dalam melakukan pertimbangan dan penilaian. Kesalahan pertimbangan pelaku pasar akan mendorong terjadinya penjualan saham dan dengan demikian membuat harga-harga turun. Penjelasan bersifat perilaku juga diberikan oleh Chen dan Singal (2003) yang menemukan bahwa sekuritas dengan minat jual yang relatif tinggi menunjukkan *weekend effect* yang lebih menonjol dibandingkan dengan saham-saham perusahaan seukuran dengan minat jual yang relatif lebih rendah. Brockman dan Michayluk (1998) berpendapat bahwa investor institusional merupakan penyebab *weekend effect*. Brockman dan Michayluk menyatakan bahwa investor institusional memperdagangkan portofolio sementara investor individu menjual sekuritas

individual. Kondisi ini akan mengakibatkan pergerakan pasar, mana kala investor institusi menjual portofolionya pada hari Senin menyusul turunnya *return* pada hari Jumat.

*Day of the week effect* tidak hanya diamati pada aktivitas perdagangan saham harian. Jones dan Ligon (2009) mengkaji tentang *day of the week effect* pada *initial return* saham *IPO* di Amerika. Hasil kajian Jones dan Ligon menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan emiten dan *underwriter* di Amerika menghindari Senin sebagai hari pertama perdagangan (*first trading day*) saham *IPO*. Mereka juga menemukan saham *IPO* yang diperdagangkan pada hari perdangan pertama Senin menghasilkan *intial return* yang lebih tinggi dibanding saham *IPO* yang diperdagangkan pertama kali pada hari-hari yang lain. Menurut mereka, hal ini terjadi karena manajer investasi cenderung menunda aksi perdagangan pada hari Senin karena analisis sekuritas yang baru dilakukan pada pagi harinya. Penundaan ini sangat terkait dengan efek hari libur dan tingginya volume saham *IPO* dengan *first trading day* Senin. Berbeda dengan hari perdagangan pertama yang lain, dimana analisis kondisi pasar dan sekuritas dilakukan pada sore hari sebelumnya, analisis saham *IPO* dengan perdagangan hari pertama Senin baru dilaksanakan pada pagi harinya. Penundaan analisis ini disebabkan karena efek hari libur. Penundaan analisis selanjutnya mendorong munculnya *delay* pada perdagangan saham dan pendeknya waktu penyesuaian harga (*price adjustment*). Pendeknya waktu penyesuaian harga ini yang mendorong tingginya *initial return* untuk perdagangan pertama pada hari Senin.

*Initial return* adalah tingkat pengembalian saham *IPO* pada hari perdagangan pertamanya (*first trading day*) di pasar sekunder. *Initial return* merupakan salah satu dari tolok ukur kinerja pasar saham-saham *IPO*. Kinerja pasar (*market performance*) (Jazkiewicz *et al.*, 2005) atau kinerja harga (*price performance*) (Ibbotson, 1975) saham *IPO* adalah kinerja yang diukur dengan



mengamati *return* saham *IPO* setelah diperdagangkan di pasar sekunder. Terdapat dua jenis kinerja pasar *IPO* yang sering diteliti yaitu kinerja jangka pendek (*initial return*) dan kinerja pasar jangka panjang (*long-term market performance*). Jika *initial returns* adalah kinerja hari pertama saham *IPO*, maka *long-term market performance* saham *IPO* adalah return saham *IPO* yang diukur dalam jangka waktu hingga tiga tahun pasca perdagangan hari pertama (Ritter, 1991; Loughran dan Ritter, 1994; Ahmad-Zaluki, Campbell, Goodcare, 2007; Nielsen, Rimmel, Yosano, 2015; Ozdemir dan Upneja, 2016).

Saham *IPO* memiliki kecenderungan *underpricing* (Ibbotson, 1975; Ritter, 1984). *Underpricing* saham *IPO* adalah kecenderungan *initial return* positif pada hari pertama perdagangan saham pasca pencatatan (*first trading day*). Ibbotson (1975) untuk pertama kalinya menemukan bahwa saham yang diperdagangkan di Pasar Modal Amerika mengalami *underpricing*. Carter dan Manaster (1990) serta Aggarwal dan Hernandez (1993) menunjukkan bahwa fenomena ini terjadi di Amerika Serikat untuk waktu yang lama. Penelitian lain di berbagai negara dunia; Inggris (Levis, 1993), Turki (Durukan, 2002), India (Alok dan Vaidyanathan, 2007), Indonesia (Wulan, 2007); menunjukkan hasil serupa. Menurut Kunz dan Aggarwal (1993) tingkat pendapatan jangka pendek yang positif dan tinggi, disebabkan karena harga *IPO* memang secara sistematis ditetapkan terlalu rendah. Beberapa hipotesis telah disampaikan untuk menjelaskan fenomena *underpricing*; seperti: *underwriter compensation* (Baron, 1982), *winner's curse* (Rock, 1986), *signaling* (Allen and Faulhaber, 1989). Baron (1982) menjelaskan bahwa *underpricing* merupakan kompensasi atas jasa yang telah diberikan oleh penjamin emisi. Rock (1986) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan mekanisme untuk meningkatkan motivasi investor di pasar perdana dengan cara mengupayakan keuntungan baik bagi investor yang terinformasi (*informed*) maupun yang tidak terinformasi (*uninformed*). Allen dan

Faulhaber (1989) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan mekanisme penyampaian informasi yang ditempuh oleh perusahaan-perusahaan berkualitas tinggi agar investor dapat membedakan mereka dengan perusahaan berkualitas rendah.

*Long-term market performance* saham dihitung menggunakan konsep *Cumulative Abnormal return (CAR)*, yaitu akumulasi *return* bulanan saham dikurangi *return* pembandingan (*benchmark*) selama tiga puluh enam bulan pasca perdagangan hari pertama. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan *return* saham *IPO* yang lebih rendah dibandingkan *return* pasar dan perusahaan *benchmark* dalam jangka waktu hingga tiga tahun pasca *IPO*. Ritter (1991) untuk pertama kalinya menemukan fenomena kinerja jangka panjang saham *IPO* yang lebih rendah (*long-term IPO underperform*) dibandingkan *benchmarks*-nya. Penelitian *long-term market performance* lanjutan juga menemukan fenomena *long-term IPO underperform* di berbagai negara, seperti: Jerman (Stehle, Ehrhardt, dan Przyborowsky, 2000); Inggris (Espinlaub, Gregori, dan Tonks, 2000); Denmark (Jacobson dan Sorensen, 2001), Indonesia (Meidiaswati, 2008). Meskipun demikian, *long-term market performance* saham *IPO* yang rendah tidak selalu terjadi. Hasil penelitian di Malaysia (Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodcare, 2007) serta Jepang (Nielsen, Rimmel, dan Yosano, 2016) justru menunjukkan *long-term IPO outperform*.

Ritter (1998) menyatakan terdapat tiga teori yang menjelaskan rendahnya kinerja jangka panjang saham *IPO*, yang meliputi: *the divergence of opinion hypothesis*, *the windows of opportunity hypothesis*, dan *the impresario hypothesis*. Hipotesis divergensi opini menjelaskan bahwa *underpricing* muncul sebagai hasil dari gap opini tentang nilai emiten antara investor optimis dan non-optimis terhadap *IPO*. Apabila jumlah investor optimis dominan, gap opini

tersebut akan menghasilkan initial return yang tinggi. Seiring berjalannya waktu dan masuknya informasi baru, kesenjangan informasi berkurang dan menyebabkan penurunan harga pasar. Ritter (1991) menyimpulkan bahwa kinerja hari perdagangan pertama tinggi terjadi selama periode gelombang IPO tinggi (dikenal sebagai *hot market phenomenon*), karena perusahaan memanfaatkan sentimen positif dari investor (dikenal sebagai *windows of opportunity*). Optimisme investor mendorong harga saham cenderung *overvalued*. Fenomena *hot market*, oleh karena itu, ditandai dengan *initial return* yang lebih tinggi dan *long-term market performance* yang lebih rendah. Hipotesis *impresario* menyatakan bahwa secara sistematis, emiten dan penjamin emisi efek menetapkan harga saham IPO lebih rendah dibandingkan nilai yang seharusnya (nilai intrinsiknya) dalam rangka “*leave the good taste*” bagi para investor. Hal ini mengakibatkan dalam jangka panjang harga saham akan terkoreksi dan menghasilkan *return* yang semakin menurun.

Memahami *underpricing* dan long-term market performance sangat penting bagi investor dan emiten. Kemampuan untuk memahami pola *return* akan memberi kesempatan bagi investor untuk mendapatkan hasil yang lebih optimal. Emiten juga berkepentingan dengan fenomena *underpricing* dan long-term market performance. Bagi emiten, *underpricing* dan long-term market performance terkait erat dengan biaya ekuitas eksternal serta informasi mengenai tingkat efisiensi pasar modal. Pemahaman tersebut dibutuhkan karena pasar modal Indonesia menunjukkan perkembangan yang pesat sejak dikeluarkannya Paket Kebijakan 23 desember 1987 (Pakdes 1987). Perkembangan pasar modal Indonesia tidak lepas mulai tumbuhnya kesadaran para stakeholder tentang fungsi pasar modal sebagai alternatif sumber dana maupun investasi. Sebagai sumber pendanaan, pasar modal merupakan sarana yang dapat digunakan untuk menggalang dana jangka panjang dari masyarakat

yang nantinya disalurkan ke sektor–sektor produktif. Pasar modal memungkinkan para investor menemukan alternatif pilihan investasi yang sesuai preferensi risiko mereka. Sampai dengan Maret 2017, 536 perusahaan telah tercatat sebagai emiten saham di Bursa Efek Indonesia.

Pada penelitian yang dilakukan, Jones dan Ligon (2009) tidak mengaitkan *day of the week effect* dengan long-term market performance saham *IPO*. Penelitian ini dilakukan untuk memberikan tambahan jawaban atas fenomena *seasonality* dan kinerja saham *IPO* dengan menguji pengaruh hari dalam satu minggu (*day of the week*) baik terhadap *underpricing* maupun long-term market performance saham-saham *IPO* di Bursa Efek Indonesia. Meskipun penelitian tentang pengaruh hari terhadap *underpricing* saham *IPO* telah dilakukan Jones dan Ligon (2009), penelitian ini memberikan kontribusi tambahan dalam hal: 1) tidak hanya *underpricing* (yang diukur dengan *initial return*), penelitian ini juga mengkaji pengaruh hari perdagangan pertama terhadap long-term market performance saham *IPO*, 2). penelitian dilakukan pada pasar modal di negara berkembang, yaitu Bursa Efek Indonesia, dan 3) digunakan teknik analisis *One Way ANOVA* metode *Planned Contrast* untuk melakukan perbandingan.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan diatas, perumusan masalah, dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat perbedaan *underpricing* saham *IPO* pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah terdapat perbedaan long-term market performance saham *IPO* pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* saham *IPO* di Bursa Efek Indonesia?

4. Apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap long-term market performance saham *IPO* di Bursa Efek Indonesia?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis:

1. Perbedaan *underpricing* saham *IPO* pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia.
2. Perbedaan long-term market performance saham *IPO* pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia.
3. Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* saham *IPO* di Bursa Efek Indonesia.
4. Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap long-term market performance saham *IPO* di Bursa Efek Indonesia.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi investor, penelitian ini diharap memberi tambahan sejumlah informasi, untuk menentukan strategi berinvestasi di bursa efek.
2. Bagi calon emiten, hasil penelitian diharapkan dapat digunakan untuk menyusun strategi penawaran saham perdana.
3. Bagi pemerintah, hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan yang terkait dengan peningkatan kinerja operasional bursa efek.
4. Bagi masyarakat, penelitian ini berfungsi sebagai media informasi dan referensi untuk mengetahui informasi tentang *underpricing* dan kinerja jangka panjang saham yang dijual di pasar perdana.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Penelitian Sebelumnya

##### 2.1.1 *Day of the week Effect*

Kajian empiris tentang efek hari dalam satu minggu dilakukan pertama kali oleh French (1980). Dengan menggunakan dua metode, yaitu *calendar time* dan *trading time*. Pada pendekatan *calendar time* diasumsikan *return* Senin merupakan akumulasi return selama tiga hari, yaitu Sabtu hingga Senin. Hasil studi menunjukkan bahwa *return* hari Senin cenderung negatif selama periode pengamatan (1953-1977). French menyatakan bahwa kecenderungan *return* hari Senin yang negatif dan signifikan menjadi bukti inefisiensi pasar modal Amerika.

Kajian lanjutan yang dilaksanakan oleh Jaffe dan Westerfield (1985) mengamati fenomena efek hari dalam satu minggu di lima pasar modal, yaitu: Amerika, Kanada, Jepang, Inggris dan Australia. Pemilihan terhadap ke lima pasar modal didasarkan pada kapitalisasi pasar modal di lima negara yang mencapai 87% dari kapitalisasi pasar modal dunia pada tahun 1982. Berbeda dengan French (1980), kedua peneliti menggunakan regresi *dummy* tanpa konstanta dan *t test* untuk melakukan pengujian hipotesis. Hasil studi menunjukkan bahwa *day of the week effect* terjadi pada lima pasar modal yang diteliti. Rata-rata *return* pada tiga negara yaitu Amerika, Kanada, dan Inggris, rendah pada hari Senin. Efek serupa ditemukan terjadi pada hari Selasa di Jepang dan Australia. Hasil studi juga menunjukkan bahwa fenomena di setiap negara bersifat independen terhadap fenomena di negara lain, dengan pengecualian Australia yang menunjukkan gejala *spillover* dari pasar modal Amerika. Jaffe dan Westerfield juga mengamati



kecenderungan *return* yang tinggi di pasar modal Jepang pada hari Sabtu, yaitu hari terakhir perdagangan saham.

Kajian *day of the week effect* di sepuluh negara Asia Pasifik dilakukan oleh Ho (1990). Hasil studi ini menunjukkan bahwa terdapat hari dalam satu minggu yang kuat pada sebagian besar pasar. Lima pasar menunjukkan kecenderungan *return* hari Senin negatif (Hong Kong, Jepang, Malaysia, Filipina, dan Singapura) tetapi hanya *return* untuk Filipina dan Malaysia yang signifikan. Tingkat pengembalian di Australia, Jepang, dan Thailand secara signifikan negatif di hari Selasa, namun di Taiwan dan Selandia Baru menunjukkan kecenderungan *return* positif dan signifikan untuk hari sama. Selain itu, kecuali untuk Taiwan, *return* hari Jumat cenderung positif secara signifikan pada semua pasar.

Kajian lanjutan telah dilakukan baik pada lingkup nasional maupun internasional. Kajian lanjutan pada lingkup pasar modal internasional dilakukan antara lain oleh Aggarwal dan Tandon (1994), Dubois dan Louvet (1996), serta Doyle dan Chen (2009), Kristanto dan Sukamluja (2014). Zhang, Lai, dan Lin (2017) menunjukkan bahwa negara yang berbeda menunjukkan hari anomali yang berbeda pula. Kajian pada lingkup nasional telah dilakukan pada banyak negara; untuk menyebutkan beberapa diantaranya adalah : Pakistan (Hussain et al., 2011), Arab Saudi (Ulussever et al., 2011), dan Indonesia (Windijarto dan Sasikirono, 2004; Anwar dan Mulyadi, 2009; dan Murhadi, 2015). Pada umumnya hasil penelitian tersebut menunjukkan eksistensi efek hari. Meskipun demikian, hasil kajian Chang et al. (1993), dengan menggunakan teknik regresi *dummy*, menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *return* hari perdagangan yang berbeda. Kajian Doyle dan Chen (2009) menunjukkan bahwa pola efek hari pada *return* pasar saham tidaklah tetap pada satu hari, melainkan perubahan dari waktu ke waktu. Kondisi ini mereka sebut sebagai *wandering weekday effect*.



### 2.1.2 *Underpricing* saham IPO

Kajian empiris mendalam tentang fenomena *underpricing* atau terjadinya *initial return* positif saat IPO dilakukan pertama kali oleh Ibbotson (1975). Menggunakan metode *risk adjusted return*, Ibbotson menunjukkan bahwa rata-rata *initial return* IPO di Amerika adalah positif. Hasil yang sama juga ditemukan dalam banyak kajian lanjutan, seperti: Rock (1986); Tinic (1988); Aggarwal and Hernandez (1993); Carter and Manaster (1990); Ritter (1991) di pasar modal Amerika Serikat; Levis (1993) di Inggris; Kunz and Aggarwal (1994) di Switzerland; Durukan (2002) di Turki, Reber and Fong (2006) di Singapura, Ahmad et al. (2007) di Malaysia, Alok and Vaidyanathan (2009) di India, Gumanti dan Alkaf (2011) di Indonesia.

Kajian *underpricing* IPO pada pasar modal internasional dilakukan oleh Loughran, Ritter, dan Rydqvist (1994). Mereka menemukan bahwa *underpricing* IPO terjadi pada 25 (seluruh) pasar modal yang diamati. Besarnya *underpricing* sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti intervensi pemerintah, kecepatan pembentukan harga penawaran pada proses IPO, serta tingkat risiko emiten yang diproksikan dengan umur dan ukuran perusahaan.

Terdapat penjelasan yang berbeda mengenai fenomena *underpricing*. Baron (1982) menyatakan bahwa informasi asimetris antara emiten dengan penjamin emisi efek (*underwriter*) mendorong penjamin emisi mengeksploitasi superioritasnya mengenai informasi pasar dengan memberi harga perdana yang rendah sehingga memudahkan untuk memasarkan saham baru. Rock (1986), dalam *winners' curse hypothesis*, menjelaskan bahwa *underpricing* dilakukan untuk menjaga agar pasar modal tetap menarik dengan cara memberi kompensasi yang memadai baik kepada investor terinformasi maupun tidak terinformasi (*informed and uninformed investors*) karena bersedia berpartisipasi mengambil

risiko untuk membeli saham perdana. Habib and Ljungqvist (2001) menyatakan bahwa *underpricing* berfungsi sebagai alat *marketing* karena memberikan efek domino terhadap permintaan investor di masa mendatang (yaitu saat perusahaan melakukan *seasoned offerings*). Senada dengan Habib and Ljungqvist, Jerkinson (1990) menyatakan bahwa *underpricing* dilakukan untuk memberikan kesan baik tentang perusahaan yang diharapkan akan meningkatkan minat membeli saham apabila emiten melakukan penghimpunan dana tambahan. Griffith (2004) menyatakan bahwa *underpricing* memfasilitasi adanya praktek-praktek yang kurang benar seperti memberi keuntungan kepada pihak tertentu. Allen dan Faulhaber (1986) serta Welch (1989) menunjukkan bahwa *underpricing* dilakukan perusahaan untuk menginformasikan kualitasnya kepada publik. Karenanya hanya emiten berkualitas yang mampu melakukan *underpricing*.

### 2.1.3 Kinerja Pasar Jangka Panjang Saham IPO

Ritter (1991) mempublikasikan penelitiannya tentang tingkat pendapatan jangka panjang saham-saham yang dijual melalui pasar perdana pada pasar modal internasional dalam *Journal of Finance* dengan judul "*The Long Run Performance of Initial Public Offerings*". Penelitian Ritter membandingkan *Buy-and-Hold Return* (BHR) saham-saham IPO di Amerika dengan BHR pasar dan perusahaan pembanding (yang ditentukan berdasarkan kesamaan kapitalisasi pasar) tiga tahun dan lima tahun setelah tanggal IPO. Penelitian tersebut disempurnakan lagi dalam penelitian Ritter dan Loughran (1995) terhadap 4753 IPO di Amerika tahun 1970 hingga 1990. Temuan Ritter menunjukkan bahwa di Amerika saham-saham yang dijual melalui IPO memiliki kinerja lebih rendah dibandingkan saham-saham lain sampai jangka waktu lima tahun setelah IPO. Kinerja saham IPO di Amerika rata-rata memiliki kinerja lebih rendah 29% dibanding saham lainnya tiga tahun setelah pasar perdana dan tidak kurang dari

50% pada tahun ke lima. Penelitian ini telah memicu penelitian lain di banyak negara; Inggris (Levis, 1993), Brasilia dan Chili (Aggarwal, Leal dan Hernandez, 1993), Australia (Lee, 1996). Seluruh penelitian di atas memberikan hasil yang sama.

Ahmad-Zaluki, Campbell dan Goodcare (2004), dalam penelitian mereka "*The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs)*" memberikan hasil sebaliknya. Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodcare melakukan penelitian terhadap 454 saham *IPO* tahun 1990 hingga 2000 di Kuala Lumpur *Stock Exchange* (sekarang bernama Bursa Malaysia). Terdapat beberapa metode pengukuran kinerja jangka panjang yang digunakan dalam penelitian tersebut, yaitu : 1) *Cummulative Abnormal Return (CAR)*, 2) *Buy-and-Hold Return (BHR)*, dan 3) *Fama and French Three Factor Model*. Dalam rangka mengetahui kinerja jangka panjang saham *IPO*, mereka membandingkan pendapatan saham *IPO* di *KLSE* dengan 1) *Kuala Lumpur Composit Index (KLCI)*, 2) *Exchange Main Board All Shares-Index (The EMAS Index)*, dan 3) tingkat pendapatan perusahaan seukuran (ditentukan berdasarkan kesamaan kapitalisasi pasar). Hasil penelitian menunjukkan kinerja jangka panjang saham (tiga tahun setelah *IPO*), dihitung dengan metode *CAR* dan *BHR*, secara signifikan lebih tinggi dibanding kinerja pembanding, kecuali jika pembandingnya adalah perusahaan dengan ukuran yang sama. Penggunaan metode *Fama and French Three Factor Model* memberikan kesimpulan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara tingkat pendapatan jangka panjang saham *IPO* dengan tingkat pendapatan jangka panjang pembanding.

#### **2.1.4 Day of the week Effect pada IPO underpricing**

Jones dan Ligon (2009) mempublikasikan penelitiannya mengenai *day of the week effect* pada *IPO* di pasar modal Amerika. Perbandingan *initial return*

periode 1980 hingga 2003 menunjukkan bahwa rata-rata *initial return* hari perdagangan pertama Senin lebih tinggi secara signifikan dibandingkan *initial return* pada hari perdagangan pertama lainnya. Kajian juga menunjukkan bahwa frekuensi hari perdagangan pertama Senin lebih sedikit dibanding hari lain, disusul hari Jumat.

Analisis multivariat dilakukan Jones dan Ligon untuk menguji pengaruh hari perdagangan pertama Senin dilakukan dengan teknik regresi linear berganda. Pendekatan *calendar time* (French, 1980) diterapkan pada variabel *dummy* hari. Peneliti menggunakan beberapa variabel kontrol yang umum digunakan pada penelitian tentang *underpricing* antara lain umur dan ukuran *IPO* (harga dikali jumlah saham yang ditawarkan). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan Amerika tidak memilih Senin sebagai *first trading day* (hari perdagangan pertama) saham *IPO*. Uji beda menunjukkan bahwa rata-rata *initial return* saham *IPO* dengan *first trading day* Senin lebih tinggi dibandingkan dengan *first trading day* yang lain. Analisis multivariat menunjukkan terdapat pengaruh hari perdagangan pertama Senin terhadap *initial return*. Analisis pada empat sub-sample menunjukkan bahwa efek hari tetap muncul sejak sub-sampel 1980-1989 hingga sub-sampel 1999-2000. Jones dan Ligon berargumentasi bahwa rendahnya jumlah saham dengan *first trading day* Senin dan efek libur akhir pekan menyebabkan analisis saham yang baru diperdagangkan pada pasar sekunder menjadi tertunda. Penundaan analisis selanjutnya menjadikan penundaan pada transaksi saham. Penundaan transaksi saham eks pasar perdana tersebut, meskipun hanya beberapa jam pasca pembukaan pasar, mengakibatkan *price adjustment* saham menjadi lebih singkat. Hal ini mengakibatkan, pada perdagangan hari pertama, saham diperdagangkan dengan harga penutupan (*closing price*) yang sangat tinggi. Kondisi ini mengakibatkan *initial return* dari *first trading day* Senin menjadi cenderung lebih tinggi.

## 2.2 Landasan Teori

### 2.2.1 Pengertian Dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal menurut Husnan (2001 : 11) adalah tempat yang menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *surplus units* (kelebihan dana) kepada *deficit units* (memerlukan dana). Secara teoritis pasar modal (*capital market*) didefinisikan sebagai semua pasar yang terorganisasi untuk perdagangan berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang dalam bentuk modal saham (*stock*) maupun obligasi (*bonds*), baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Dengan demikian, pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*). Dalam *financial market* diperdagangkan semua bentuk dan modal sendiri, baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang, baik yang bersifat *negotiable* maupun tidak (Husnan, 2001 : 3).

Menurut Undang-undang No. 8 tahun 1995 bab 1 pasal 1 tentang pasar modal, definisi pasar modal adalah suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Efek yang dimaksud dalam pengertian tersebut adalah semua surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak kolektif kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Pasar modal dalam perekonomian suatu bangsa mempunyai peran yang besar karena menjalankan dua fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi pasar modal adalah pasar modal menyediakan fasilitas untuk mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang kelebihan



dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (*emiten*). Sedangkan pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana.

Pasar modal memiliki beberapa tipe, yaitu pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Menurut Ross, westerfield, dan Jordan *et al.* (2008 : 249), pasar perdana adalah *"The market which new securities are originally sold to investors"*. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka pasar perdana adalah pasar tempat penawaran sekuritas yang baru di terbitkan oleh perusahaan (*emiten*) kepada masyarakat umum. Penawaran yang terjadi di pasar perdana adalah *unseasoned new issue* atau disebut juga *initial public offering (IPO)*. Pasar sekunder menurut Brigham adalah bursa tempat sekuritas diperdagangkan oleh para investor setelah diterbitkan melalui pasar perdana.

### 2.2.2 Pengertian Dan Tujuan Investasi

Bodie, Kane, dan marcus (2009 : 1) menyatakan *"An investment is the current commitment of money or other resources in the expectation of reaping future benefits"*. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka investasi adalah komitmen saat ini atas sejumlah dana untuk jangka waktu tertentu dalam rangka memperoleh pendapatan di masa mendatang yang merupakan kompensasi bagi investor atas lamanya dana tersebut diinvestasikan, tingkat inflasi yang diharapkan, dan ketidakpastian pendapatan di masa yang akan datang. Investasi berbeda dengan menabung dalam hal investor harus menentukan jenis aset yang diinginkan, yaitu apakah aset bebas risiko, aset berisiko, atau gabungan keduanya. Menabung pada esensinya adalah berinvestasi pada aset tidak berisiko.

Menurut Jones (2009 : 4), terdapat 2 bentuk investasi, yaitu *real asset* dan *financial asset*. *Real asset* adalah aktiva berwujud (*tangible asset*) yang digunakan untuk mendapatkan *income* antara lain bangunan, tanah, mesin dan lain-lain, sedangkan *financial asset* adalah aktiva yang dikeluarkan baik oleh pemerintah maupun oleh perusahaan yang antara lain terdiri dari saham, tabungan, deposito, obligasi dan lain-lain.

Hal-hal yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi adalah hasil yang diharapkan dan tingkat risiko yang dihadapi. Hasil yang diharapkan dari investasi akan terwujud setelah melewati jangka waktu tertentu, dan selama jangka waktu tersebut terdapat risiko pada investasi yang dilakukan. Tingkat pendapatan dan risiko mempunyai hubungan yang positif, dimana semakin besar risiko yang dihadapi dan harus ditanggung maka semakin besar tingkat pendapatan yang harus dikompensasikan.

Menurut Jones (2009:4) investasi dilakukan dengan tujuan meningkatkan kemakmuran yang dapat diartikan sebagai kemakmuran moneter baik saat ini maupun dimasa mendatang. Dana investasi umumnya didapatkan melalui penundaan konsumsi. Hal ini dilakukan agar konsumsi di masa mendatang dapat ditingkatkan sejalan dengan pertumbuhan kemakmuran. Selain memperbaiki tingkat kemakmuran, investor juga melakukan investasi dalam rangka perlindungan terhadap inflasi dan pajak. Pengembalian investasi yang lebih tinggi dibandingkan tingkat inflasi mampu melindungi investor dari risiko penurunan daya beli uang. Hasil investasi pun dapat digunakan untuk memenuhi klaim pajak atas aset yang dimiliki. Bagi beberapa investor, investasi juga dikaitkan dengan rencana pensiun, apabila investasi dilakukan dengan hati-hati dan sedini mungkin, maka semakin besar akumulasi pensiun yang akan diterima.



### 2.2.3 Keuntungan Dan Risiko Investasi Saham

Investasi di pasar modal adalah kegiatan menanamkan modal dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal mendapatkan keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut. Investasi yang paling sering dilakukan oleh investor adalah investasi saham. Keuntungan yang diperoleh dengan berinvestasi saham adalah dalam bentuk:

1. *Capital gain*, merupakan keuntungan dari hasil jual beli saham berupa kelebihan nilai jual dari nilai beli saham. *Capital gain* terbentuk dengan adanya kegiatan perdagangan saham di pasar sekunder.
2. Dividen, merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS.

Selain potensi keuntungan, saham juga memiliki potensi kerugian atau risiko. Potensi kerugian investor apabila berinvestasi saham adalah :

1. *Capital loss*, yaitu kerugian hasil jual beli saham karena harga jual saham lebih rendah dari harga beli.
2. Tidak mendapat dividen, apabila perusahaan mengalami kerugian maka investor tidak mendapat dividen.
3. Perusahaan bangkrut dan dilikuidasi, apabila perusahaan bangkrut maka akan berdampak secara langsung kepada saham perusahaan tersebut.
4. Saham dikeluarkan dari bursa (*delisting*), suatu saham perusahaan di-*delist* dari bursa apabila kinerja perusahaan tersebut buruk, misalnya dalam kurun waktu tertentu tidak pernah diperdagangkan, tidak membagikan dividen secara berturut-turut selama beberapa tahun.

Saham delisting tidak diperdagangkan secara umum dan mengakibatkan investor dihadapkan pada risiko kesulitan menjual saham yang dimiliki.

5. Saham ditangguhkan (*suspend*) investor tidak dapat menjual sahamnya di pasar sekunder apabila saham mengalami *suspend*. Saham baru dapat dijual bila *suspend* sudah dicabut oleh otoritas bursa efek.

#### 2.2.4 Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering*)

Menurut Undang-undang RI No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, definisi penawaran umum yaitu suatu kegiatan penawaran yang dilakukan oleh perusahaan (emiten) untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Menurut Ross *et al.* (2008), *IPO* atau *unseasoned new issue* adalah “*The first public equity issue that is made by a company*”. Kegiatan ini lebih dikenal dengan istilah *go public*. Melalui *IPO*, saham perusahaan yang awalnya dimiliki oleh investor yang berjumlah terbatas menjadi dimiliki oleh publik dan mengubah status perusahaan menjadi perseroan terbatas terbuka. Dalam Undang-undang RI No. 40 Tahun 2007, *IPO* dikenal sebagai Penawaran Umum Saham.

Terdapat tiga aktivitas utama yang dilakukan pada penawaran perdana saham, yaitu aktivitas: pra emisi, emisi, serta pasca emisi. Aktivitas pra emisi diawali dengan rapat umum pemegang saham perusahaan emiten, penentuan penjamin emisi, lembaga dan profesi penunjang emisi, dan berakhir dengan pernyataan pendaftaran efektif oleh Otoritas Jasa Keuangan (dahulu Bapepam-LK). Aktivitas emisi meliputi sub-sub aktivitas:

1. Penawaran. Perusahaan menawarkan rencana penjualan saham perdana dengan cara menerbitkan prospektus penawaran saham. Prospektus penawaran akhir mendeskripsikan beberapa hal antara lain: jumlah

saham yang dijual, harga jual, serta nama lembaga penjamin pelaksana emisi (*lead underwriter*) dan penjamin emisi (*underwriter*). Investor yang tertarik untuk membeli saham selanjutnya memasukkan order pembelian melalui lembaga yang ditunjuk emiten dan *lead underwriter*. Order pembelian memuat informasi tentang jumlah saham yang hendak dibeli.

2. Penjatahan. Emiten dan *lead underwriter* menentukan berapa jumlah saham yang diterima oleh tiap investor. Dalam hal terjadi *oversubscribe* (permintaan saham lebih tinggi dibandingkan penawaran), saham akan dibagi secara prorata. Apa bila jumlah diminta lebih rendah dibandingkan yang ditawarkan maka *lead underwriter* wajib membeli seluruh saham yang tersisa apabila digunakan model penjaminan *full commitment*. Bila digunakan model penjaminan *best effort* maka tidak muncul kewajiban bagi penjamin pelaksana emisi.
3. Penyerahan. Pada waktu yang ditentukan dilakukan penyerahan saham kepada investor. Penyerahan saham dilakukan dengan menambahkan saham ke dalam sub akun investor pada akun anggota bursa.
4. Pencatatan (*Listing*). Pencatatan adalah pencatuman saham (direpresentasikan dengan empat digit kode emiten) pada papan perdagangan di bursa, baik papan utama (*main board*) maupun papan pengembangan (*development board*, yaitu untuk emiten yang belum mampu memenuhi seluruh persyaratan). Emiten dapat mencatatkan hanya sejumlah saham yang dijual pada penawaran perdana (*partial listing*) atau menambahkan dengan pencatatan saham pendiri (*company listing*). Saham yang dicatatkan pada papan utama selanjutnya siap untuk diperdagangkan di pasar sekunder.

5. Perdagangan di pasar sekunder. Perdagangan di pasar sekunder mempertemukan investor yang hendak menjual saham dengan yang hendak membeli saham.

Berbagai manfaat dapat diperoleh perusahaan dengan melakukan *go public* yaitu :

1. Perusahaan dapat memperoleh dana yang relatif murah dan diterima sekaligus tidak dengan termin-termin dan dana yang diperoleh tersebut tidak harus dibayar kembali sebagaimana pinjaman dana dari bank.
2. Dana yang diperoleh dapat dipergunakan untuk perluasan usaha atau memperbaiki struktur keuangan.
3. Dapat memacu perusahaan untuk meningkatkan profesionalisme karena adanya tuntutan dari masyarakat terhadap perusahaan agar operasinya terbuka dan transparan.
4. Perusahaan akan lebih dikenal oleh masyarakat atau dengan kata lain *go public* dapat digunakan sebagai sarana promosi.

## **2.2.5 Tingkat Pendapatan Saham**

### **2.2.5.1 Tingkat Pendapatan Aktual**

Francis (1991:9) mengemukakan pengertian tingkat pendapatan saham sebagai : “ *Rate of return is simply the total income the investor receive during the holding period, stated as a percentage of the purchase price of the investment at the start of the holding period.*” Pendapat tersebut menunjukkan bahwa *rate of return* adalah total tingkat keuntungan yang diterima investor dalam periode pemilikan dan dinyatakan sebagai persentase dari harga pembelian investasi pada awal periode pemilikan. Ross *et al.* (2008: 134) menyatakan bahwa *rate of return* sering disingkat menjadi *return* saja. Berdasarkan pendapat diatas, dapat dikemukakan bahwa yang dimaksud

dengan *return* saham ialah perbandingan antara total tingkat keuntungan saham selama periode pemilikan dengan harga

Menurut Francis (1991), seorang investor yang menginvestasikan kekayaannya dalam saham, dapat memperoleh dua macam keuntungan, yakni: *capital gain* dan dividen yang umumnya dibayarkan satu tahun sekali. Jumlah dari kedua sumber tingkat keuntungan tersebut merupakan perubahan dalam total kekayaan yang diinvestasikan dari investasi dalam saham selama periode pemilikan tertentu. Selanjutnya Francis juga mengemukakan bahwa yang dimaksud dengan periode pemilikan saham (*holding period*) adalah periode waktu antara tanggal pembelian dan tanggal penjualan saham yang disebut juga dengan *investment horizon* dengan jangka waktu yang bervariasi dari satu investor ke investor lain.

*Return* saham aktual selama satu *investment horizon* tertentu dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it}}{P_{i(t-1)}} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan :

$R_{it}$  = pendapatan aktual ( *actual return* ) saham i pada periode t

$P_{it}$  = harga saham i pada periode t

$D_{it}$  = dividen yang dibayarkan pada periode t

$P_{i(t-1)}$  = harga saham i pada periode t-1

Pendapatan pasar atau *market return* adalah tingkat pendapatan portofolio pasar, yaitu suatu portofolio yang terdiri dari seluruh aset yang tersedia bagi investor. Pendapatan pasar (  $R_{mt}$  ) dapat dihitung dengan menggunakan perubahan indeks harga saham. Indeks harga saham gabungan ( IHSG ) merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga-harga saham saat ini. *Return* pasar untuk waktu ke-t dapat dihitung sebesar :

$$R_{mt} = \frac{IHS_{gt} - IHS_{gt-1}}{IHS_{gt-1}} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan :

$R_{mt}$  = *return* pasar pada periode ke t

$IHS_{gt}$  = indeks harga saham gabungan periode ke t

$IHS_{gt-1}$  = indeks harga saham gabungan periode ke t-1

#### 2.2.5.2 Tingkat Pendapatan Abnormal

Tingkat pendapatan abnormal atau abnormal *return* adalah *return* saham yang telah ditimbang dengan *return* pembandingan (*benchmark*). Bodie *et al.* (2009: 991) menyatakan bahwa *abnormal return* adalah “*Return on a stock beyond what would be predicted by market movements alone*”. Terdapat beberapa metode untuk mengestimasi *return* pembandingan sebagaimana terdapat dalam Bodie *et al.* (2009) dan Herschey dan Nofsinger (2008), yaitu:

1. *Market model abnormal returns*, yaitu mengurangi *return* aktual saham dengan *expected return* saham yang dihitung dengan menggunakan pendekatan CAPM.

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}] \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan :

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham i pada periode t

$R_{it}$  = *actual return* saham i pada periode t

$E[R_{it}]$  = *expected return* saham i pada periode t

2. *Market-adjusted abnormal returns*; pada metode ini *return* saham dikurangkan terhadap *return* pasar pada tanggal yang sama.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots (4)$$



Keterangan :

$R_{mt}$  = market return pada periode t

### 3. Mean-adjusted abnormal returns

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_i \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan :

$\bar{R}_i$  = rata-rata return saham i

## 2.2.6 Kinerja Pasar (Market Performance) IPO

### 2.2.6.1 Initial Return (First Day Return)

*Initial return* merupakan tingkat pendapatan atas investasi saham pada hari pertama perdagangan pasca saham *IPO* dicantumkan (*listing*) pada papan perdagangan bursa. *Initial return* erat kaitannya dengan peristiwa *underpricing*. *Underpricing* merupakan fenomena penetapan harga saham *IPO* yang lebih rendah dibandingkan nilai intrinsiknya. Hal ini mengakibatkan kecenderungan tingkat pendapatan perdagangan pada hari pertama perdagangan saham yang positif. *Initial return* dapat dihitung dengan rumus:

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} \dots\dots\dots (6)$$

Keterangan :

$IR_i$  = initial return saham i

$P_{i1}$  = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$P_{IPO}$  = Harga *IPO*

Perhitungan *initial return* yang lebih baik, mempertimbangkan tingkat pendapatan yang “normal” pada hari perdangan yang sama sebagaimana dilakukan oleh Ritter (1991), Stevenson (2004), serta Kenourgios, Papathanasiou, Melas (2007).



$$MAIR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} - Rm_1 \dots\dots\dots (7)$$

Keterangan :

MAIR<sub>i</sub> = *market adjusted initial return* saham i

R<sub>m1</sub> = *market return* pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

*Initial return* yang positif pada pasar *IPO* dijelaskan oleh beberapa hipotesis, yaitu:

1. Hipotesis kompensasi penjamin emisi (*underwriter compensation*). Baron (1982) menyatakan bahwa *intial return* positif disebabkan karena penjamin emisi menginginkan kompensasi atas jasa yang diberikan. Selama tahapan pada pasar perdana, penjamin emisi telah memberikan berbagai jasa bagi emiten, yang tidak memadai bila hanya dihargai sebesar *fee* penjaminan. Hal ini mendorong penjamin emisi untuk menetapkan harga *IPO* di bawah nilai intrinsik saham.
2. Hipotesis kutukan pemenang (*winner's curse*). Menurut Rock (1986) terdapat dua kelompok investor berdasarkan kepemilikan informasi yaitu investor terinformasi dengan baik (*informed*) dan tidak terinformasi dengan baik (*uninformed*). Karena kepemilikan informasinya, investor terinformasi akan mampu mengungguli investor tak terinformasi. Hal ini dilakukan dengan cara memperbanyak penawaran pada *IPO* perusahaan berkualitas dan membatasi penawaran pada perusahaan tidak berkualitas. Kondisi ini dapat menjadi demotivator pasar. Untuk memastikan pasar perdana secara rata-rata selalu menguntungkan bagi seluruh jenis investor, maka penjamin emisi beserta emiten menetapkan harga saham *IPO* lebih rendah dibanding nilai intrinsiknya.

3. Hipotesis sinyal (*signaling*). Welch (1989) menyatakan bahwa perusahaan berkualitas tinggi memberikan informasi kepada pasar tentang kualitasnya melalui *underpricing*. *Underpricing* menunjukkan kemampuan perusahaan menanggung kehilangan sebagian dana yang dapat dihimpun dari pasar perdana (*money left on the table*). Semakin tinggi kualitas emiten semakin besar pula *underpricing* atas sahamnya. Perusahaan berkualitas buruk akan terhalang untuk melakukan hal serupa karena biaya untuk menirukan karakteristik perusahaan berkualitas baik akan terlalu besar untuk ditanggung.
4. Hipotesis umpan balik pasar (*market feedback*). Jegadeesh, Weinstein, dan Welch (1993) berpendapat bahwa pada saat *IPO* emiten belum terlalu yakin mengenai nilainya dan membutuhkan *feedback* pasar untuk mengetahuinya. *Underpricing* digunakan sebagai sarana untuk memancing umpan balik tersebut, dengan mengamati pergerakan harga saham beberapa saat (20 hingga 40 hari) pasca perdagangan hari pertama saham *IPO*. Umpan balik pasar yang positif, yang ditandai dengan kecenderungan *return* yang positif dalam periode pengamatan, akan ditindaklanjuti dengan penghimpunan dana ulang dari pasar modal (*seasoned equity offerings*) dimasa mendatang.

#### 2.2.6.2 Long-term market performance Saham IPO

Terdapat dua ukuran kinerja jangka panjang saham IPO (Chi dan Padget, 2006), yaitu kinerja operasi dan kinerja pasar jangka panjang. Kinerja operasi diukur menggunakan data akuntansi pada laporan keuangan perusahaan dan dinyatakan dalam bentuk rasio-rasio keuangan. Kinerja pasar diukur menggunakan data harga saham di pasar sekunder. Kinerja pasar jangka panjang (*long-term market performance*) merupakan tingkat pendapatan saham sampai

dengan tiga hingga lima tahun pasca *IPO* (Ritter, 1991). Pada penelitian ini, tingkat pendapatan saham yang diamati adalah tingkat pendapatan bulanan. Kinerja jangka panjang saham *IPO*, diukur dengan cara membandingkan tingkat pendapatan bulanan saham *IPO* dengan tingkat pendapatan pasar (*market adjusted abnormal return*). Tingkat pendapatan pasar diperoleh dari Indeks harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia selama periode observasi 36 bulan. Penggunaan periode observasi 36 bulan sejalan dengan hasil kajian Ritter (1991) yang menunjukkan bahwa dibutuhkan waktu 36 hingga 60 bulan bagi pasar untuk melakukan penyesuaian harga (*price adjustment*) pasca terjadinya *underpricing*. Lamanya waktu *adjustment* sangat terkait dengan besarnya asimetri informasi pada *IPO*. Kajian-kajian lanjutan menunjukkan dibutuhkan waktu *adjustment* 36 bulan, yaitu penelitian di: Inggris (Espanlaub *et al.*, 2000; Goergen, Khursed, dan Mudambi, 2007), Jerman (Stehle *et al.*, 2000), Turki (Durukan, 2002), Malaysia (Ahmad-Zaluki *et al.*, 2007), Indonesia (Meidiaswati, 2008), China (Su dan Bangassa, 2011), Jepang (Nielsen *et al.*, 2015).

Terdapat dua pendekatan yang dapat digunakan untuk menilai kinerja jangka panjang saham, yaitu pendekatan waktu kejadian (*event time approach*) dan pendekatan waktu tanggal (*calendar time approach*). Dua metode yang digunakan pada *event time approach* adalah *cummulative abnormal returns* (*CAR*) dan *buy-and-hold returns* (*BHR*), sedangkan metode yang sering digunakan pada *calendar time approach* adalah *Fama and French Three Factors Model*. Pada penelitian digunakan *CAR* untuk mengukur kinerja pasar jangka panjang. Pemilihan metode *CAR* dilakukan dengan mempertimbangkan bahwa metode ini lebih sering dipakai pada penelitian tentang kinerja pasar jangka panjang (Ritter, 1991; Teoh *et al.*, 1998; Espanlaub *et al.*, 2000; jakobsen dan Sorensen, 2001; Choi dan Nam, 2006). Barber dan Lyon (1997) merekomendasikan penggunaan *BHAR* untuk mengurangi bias pada tes statistik yang biasanya muncul pada

penggunaan metode *CAR*. Fama (1998) sebaliknya lebih merekomendasikan penggunaan *CAR* karena *BHAR* memiliki kecenderungan *overstated* atau *understated* apabila terdapat *trend* harga yang semakin naik atau turun.

Hubungan *initial return* dengan kinerja pasar jangka panjang dapat dijelaskan menggunakan beberapa hipotesis, yaitu:

1. Hipotesis sinyal (*signaling hypothesis*). Allen dan Faulhaber (1986), Welch (1989) dan Ritter (1991) menyatakan bahwa emiten berkualitas tinggi menggunakan *underpricing* sebagai mekanisme menyampaikan sinyal tentang kondisi mereka kepada investor. Perusahaan-perusahaan semacam ini akan melakukan penghimpunan dana susulan melalui mekanisme penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*). Emiten berkualitas rendah terhalang melakukan *underpricing* karena biaya *underpricing* serta pengungkapan informasi diantara dua peristiwa penghimpunan dana. Berdasarkan teori *signaling* perusahaan dengan kualitas tinggi akan menunjukkan peningkatan kinerja operasi maupun kinerja pasar pasca terjadinya *IPO*.
2. Hipotesis *impresario*. Menurut Ritter (1991) secara sistematis penjamin emisi saham (*underwriter*) menetapkan harga *IPO* yang terlalu rendah dalam rangka meningkatkan permintaan atas saham *IPO*. Penekanan hipotesis *impresario* adalah bahwa *underpricing* ditetapkan semata untuk menstimuli permintaan dan tidak jarang tanpa disertai analisis yang memadai. Hipotesis ini menyatakan bahwa saham dengan *initial return* yang tinggi cenderung memiliki kinerja jangka panjang yang rendah karena pasar akan melakukan *adjustment* pasca masuknya informasi baru tentang perusahaan. Hipotesis ini didukung dengan penelitian mengenai rendahnya jumlah investor yang melakukan analisis fundamental dan penilaian wajar dari saham *IPO*.

3. Hipotesis jendela kesempatan (*window of opportunity hypothesis*). Kim dan Stulz (1988) menyatakan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan memilih waktu (*timing*) *go public* pada saat tingkat bunga pinjaman tinggi. Untuk meminimumkan biaya modal, penjualan saham lebih dipilih dibandingkan hutang. Perusahaan yang melakukan *go public* pada saat terjadi gelombang aktivitas *go public* semacam ini, cenderung *overvalued*, yang ditandai dengan *initial return* yang tinggi. Saham-saham *overvalued* semacam ini akan mengalami koreksi pada perdagangan lanjutan dipasar sekunder. Karenanya, periode *go public* yang tinggi (*hot market*) akan berakibat pada rendahnya kinerja jangka panjang saham *IPO*.
4. Hipotesis *opinion divergence* (divergensi opini) (Ritter, 1998) menjelaskan bahwa terdapat dua jenis investor di pasar modal, yaitu investor optimis dan non-optimis. Pada *IPO* seluruh investor dihadapkan pada ketidakpastian nilai emiten karena minimnya informasi. Apabila jumlah investor optimis lebih banyak dibandingkan non-optimis maka dapat dipastikan akan terjadi *initial return* yang tinggi pada hari perdagangan pertama. *Underpricing*, karenanya, muncul sebagai hasil dari gap opini tentang nilai emiten antara investor optimis dan non-optimis terhadap *IPO*. Seiring berjalannya waktu dan masuknya informasi baru, kesenjangan informasi berkurang dan menyebabkan penurunan harga pasar.

#### 2.2.6.3 Metode *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Kinerja pasar jangka panjang *IPO* dapat dihitung dengan dua pendekatan waktu kejadian (*event time approach*), yaitu: 1) *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, dan 2) *Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)*. Fama (1998) and Mitchell and Stafford (2000) tidak merekomendasikan penggunaan *BHAR*. Berdasarkan kajian yang mereka lakukan, metode beli-dan-simpan akan melebih-lebihkan

(*overstated*) nilai BHAR yang riil jika terdapat kecenderungan *return* positif dalam kurun waktu tertentu, dan sebaliknya mengecilkan (*understated*) pada horizon negatif.

Metode *CAR* menghitung tingkat pendapatan abnormal kumulatif selama periode pengamatan. Pendapatan abnormal diperoleh dengan cara mengurangi tingkat pendapatan saham *IPO* dengan tingkat pendapatan saham pembanding (*benchmark*). Tingkat pendapatan abnormal dihitung dengan metode *market-adjusted abnormal return*, dengan rumus (5).

*CAR* selama periode pengamatan, yaitu 36 bulan, kemudian dihitung dengan rumus:

$$CAR_{qs} = \sum_{t=q}^s AR_{it} \dots\dots\dots(8)$$

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \dots\dots\dots(9)$$

$$CAAR_T = \sum_{t=1}^T AAR_t \dots\dots\dots(10)$$

Keterangan:

$AR_{it}$  = tingkat pendapatan abnormal saham i pada periode t

$CAR_{q,s}$  = tingkat pendapatan abnormal kumulatif sejak periode q hingga s

$AAR_t$  = rata-rata tingkat pendapatan abnormal saham pada periode t

$CAAR_t$  = akumulasi rata-rata tingkat pendapatan abnormal saham hingga periode T

## 2.2.7 Faktor Lain yang Berpengaruh terhadap Kinerja Pasar *IPO*



Selain teori-teori hubungan antara *initial return* dengan *CAR* seperti dijelaskan pada bagian sebelumnya, terdapat faktor lain yang mempengaruhi kinerja pasar *IPO*.

Loughran, Ritter dan Rydqvist (2004) pada penelitian di pasar modal internasional menemukan bahwa semakin tinggi risiko emiten, semakin tinggi *underpricing*, dan semakin rendah kinerja jangka panjang saham *IPO*. Terdapat beberapa proksi risiko, antara lain *proceeds* (jumlah dana yang dihimpun) *IPO*, ukuran (total aset), umur perusahaan, serta reputasi penjamin emisi.

1. Ritter (1984) berpendapat bahwa semakin kecil *proceeds* semakin tinggi risiko *IPO*, yang karenanya akan meningkatkan *underpricing*. Dalam jangka panjang risiko yang lebih tinggi menghasilkan *return* yang menurun. Hubungan antara tingkat risiko dengan *underpricing* dan *long-term market performance* juga dikaji dalam : Durukan, 2002; Guo, Lev, Shi, 2006; Pande and Vaidyanathan, 2009; Carter, Dark, Sapp, 2010; Butler, Keefe, and Kieschnick, 2014.
2. Page dan Reyneke (1997) menemukan bahwa fenomena *underperformance* cenderung terjadi pada saham perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran relatif kecil yang ditandai dengan nilai aset yang lebih rendah. Semakin rendah aset perusahaan semakin rendah pula kinerja jangka panjang. Sementara itu dalam jangka pendek nilai aset yang kecil justru mengakibatkan *initial return* yang lebih tinggi. Sejalan dengan hal tersebut, Ritter (1984) menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang diproksikan dengan nilai aset berkaitan dengan risiko investasi. Semakin kecil ukuran perusahaan semakin berisiko pula investasi pada pasar perdana. Risiko yang lebih tinggi mengakibatkan investor menuntut imbal hasil investasi di pasar perdana yang lebih tinggi pula, dalam bentuk *initial return* yang tinggi. Hubungan negatif antara *size of the firm* dengan *initial return* juga terdapat



pada: French, 1980, Loughran and Ritter, 2004; serta Jones and Ligon, 2009.

3. Umur perusahaan juga menjadi proksi risiko. Semakin muda umur perusahaan semakin tinggi risiko *IPO* dan karenanya mengarah *initial return* yang tinggi dan kineja jangka panjang yang rendah. Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa umur perusahaan berhubungan negatif tersebut, seperti: Ritter (1984), Durukan (2002), Loughran dan Ritter (2004), serta Murugesu dan Santhapparaj (2010).
4. Total penjualan perusahaan saat melakukan *IPO* mencerminkan kualitas perusahaan. Semakin tinggi penjualan perusahaan semakin tinggi kualitas perusahaan. Teori *signaling* (Welch, 1989) menyatakan terdapat hubungan positif antara kualitas perusahaan dengan tingkat *underpricing*. Hubungan positif penjualan dengan *underpricing* terdapat pada: Loughran dan Ritter (2004), Santhapparaj dan Murugesu (2010). Teori *signaling* juga meramalkan bahwa perusahaan dengan kualitas tinggi akan memiliki kinerja jangka panjang yang tinggi pula.
5. Carter dan Manaster (1990) mengidentifikasi hubungan antara reputasi penjamin emisi efek (*underwriter*) dengan *initial return*. Menurut mereka, penjamin emisi prestisius (*reputable underwriter*) akan berusaha menjaga reputasinya dengan cara menetapkan harga di pasar perdana tidak terlalu jauh dari nilai intrinsiknya. Hal ini mengakibatkan saham *IPO* yang dijamin *underwriter* bereputasi baik cenderung menunjukkan *initial return* yang positif namun tidak terlalu tinggi. Selain itu, karena penjamin emisi yang prestisius sangat peduli dengan reputasinya, mereka akan bersedia menjadi penjamin emisi *IPO* dengan jaminan transparansi informasi dari emiten kepada investor (Chemmanur dan Fulghieri, 1994). Dengan cara yang sederhana dapat dikatakan bahwa *underwriter* bereputasi baik cenderung

hanya akan menjamin emisi perusahaan berkualitas baik. Kecenderungan ini mengakibatkan dalam jangka panjang kinerja saham *IPO* yang dijamin oleh *underwriter* bereputasi baik akan lebih tinggi dibanding yang dijamin oleh penjamin bereputasi tidak baik. Penelitian lain yang mengkonfirmasi hal ini, antara lain: Kenourgios, Papathanasiou, dan Melas (2007), serta Carter, Dark, dan Sapp (2010).

### 2.2.8 Hipotesis Pasar Efisien

Tentang Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis=EMH*), Malkiel (2002) menyatakan bahwa pasar modal dikatakan sepenuhnya efisien jika telah benar-benar mencerminkan semua Informasi dalam menentukan harga sekuritas. Efisiensi pasar adalah terkait dengan ketersediaan sekumpulan informasi. Efisiensi yang dikaitkan dengan informasi menyiratkan bahwa tidak mungkin untuk mendapatkan keuntungan ekonomi dengan melakukan perdagangan atas dasar informasi yang tersedia.

Hipotesis Pasar Efisien (*EMH*) mensyaratkan “Ekspektasi Rasional” terhadap penetapan harga aset; yaitu apabila investor menggunakan semua informasi yang tersedia dalam membentuk ekspektasi tingkat pengembalian di masa mendatang, harga keseimbangan aset akan sama dengan perkiraan optimal nilai fundamental aset berdasarkan informasi yang tersedia (yaitu, nilai sekarang dari tingkat pengembalian di masa mendatang yang diharapkan dari aset). Dalam pasar keuangan yang efisien, semua informasi yang tersedia saat ini tercermin dalam harga aset. Implikasi dari *EMH* adalah bahwa harga aset mengikuti *random walk* (gerakan acak) (atau lebih umum, sebuah *martingale*).

Fama (1970) menyatakan bahwa terdapat tiga bentuk pasar efisien, yaitu:

1. Bentuk lemah, dimana harga sekuritas saat ini telah mencerminkan seluruh informasi perdagangan di masa lalu, baik harga maupun volume. Dalam

- kondisi ini, tidak dimungkinkan memperoleh pendapatan abnormal (*abnormal return/risk adjusted return*) dengan menggunakan informasi harga masa lalu.
2. Bentuk semi kuat, dimana harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia yang terkait prospek perusahaan.
  3. Bentuk kuat, dimana harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi yang relevan tentang perusahaan; baik publik maupun privat (*insider information*).

Fama (1991) dan Bodie *et al.* (2008) menjelaskan metode yang dapat digunakan untuk menguji berbagai bentuk efisiensi pasar. Metode tersebut meliputi:

1. Pengujian pasar efisien bentuk lemah umumnya meliputi jenis-jenis uji terhadap kekuatan peramalan (*forecast power*) tingkat pendapatan di masa lalu serta uji prediktabilitas tingkat pendapatan (*return predictability*). Forecast power dapat dilakukan menggunakan horison waktu pendek (harian, mingguan atau bulanan) dan panjang (tahunan).
2. Pengujian pasar efisien bentuk semi kuat dilakukan dengan pengujian terhadap anomali pasar.
3. Pengujian pasar efisien bentuk kuat melibatkan pengujian terhadap informasi privat. Dalam hal ini dapat dilakukan pengujian terhadap: a) profitabilitas *insider trading*, b) apakah analisis memiliki informasi yang tidak terefleksi pada harga saham, serta c) apakah manajer investasi (perusahaan reksadana) memiliki akses terhadap informasi privat.

Salah satu implikasi pasar modal efisien adalah bahwa setiap perubahan harga pasar satu periode berikutnya akan benar-benar memperhitungkan seluruh informasi terkait kondisi fundamental pasar yang tiba antara waktu yang berbeda. Nilai fundamental yang muncul dari informasi akan segera cepat terefleksi pada harga saham, dan karenanya peluang melakukan arbitrase akan

segera lenyap. Implikasi lain pasar efisien adalah bahwa strategi perdagangan (analisis teknikal) yang dirancang untuk mengalahkan pasar tidak dapat menghasilkan keuntungan di atas keuntungan normal secara konsisten. Seorang investor tidak bisa mendapatkan keuntungan di atas normal dalam jangka panjang. Hal ini terkait dengan fakta bahwa kemungkinan bahwa harga saham akan naik pada hari berikutnya adalah sama dengan probabilitas harga akan jatuh. Karenanya pada pasar modal yang efisien strategi superior dalam perdagangan saham adalah *buy and hold* (beli dan tahan).

### 2.2.9 Pelanggaran terhadap Hipotesis Pasar Efisien: Anomali Pasar

Anomali adalah pola *return* yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien (Bodie *et al.*, 2008; Shefrin, 2007). Anomali pasar muncul dalam berbagai bentuk. Kemampuan *price to earning ratios* atau *market capitalization* dalam memprediksi *abnormal return* merupakan salah satunya (Bodie *et al.*, 2008:361). Banz (1981) menemukan *size effect*, yaitu kecenderungan saham dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil menghasilkan *abnormal return* lebih tinggi. Bentuk anomali yang lain adalah kecenderungan perbedaan yang signifikan tingkat pengembalian saham pada waktu-waktu tertentu, yang dikenal sebagai *seasonal regularities* atau *seasonality* (Lakonishok and Smidt, 1989). Beberapa bentuk *seasonality* yang sering diamati adalah: 1) *day of the week effect* atau *weekend effect* (French, 1980; Jaffe dan westerfield, 1985), 2) *monthly effect* (Ariel, 1987), serta 3) *holiday effect* (Ariel, 1990; Vergin *et al.*, 1999).

#### 2.2.10 Day of the week Effect

*Day of the week effect* juga disebut sebagai *calendar effect* dan *weekdays effect* adalah kecenderungan rata-rata *return* saham yang lebih tinggi atau rendah pada hari perdagangan saham tertentu. Kajian pertama tentang anomali

ini dilakukan oleh French (1980), yang menemukan kecenderungan *return* saham tinggi pada hari Jumat dan negatif rendah pada hari Senin. French menyebut fenomena ini sebagai *weekend effect*. Penelitian lanjutan di pasar modal internasional (Jaffe dan Westerfield, 1985; Ho, 1990) menunjukkan bahwa *weekday effect* pada pasar yang berbeda terjadi untuk hari yang berbeda (tidak selalu Senin). Penelitian Doyle dan Chen (2009) bahkan menunjukkan bahwa periode pengamatan yang berbeda menghasilkan *weekday effect* yang berbeda pula (*wandering weekday effect*).

Pettengill (2003) menjabarkan berbagai penjelasan mengenai fenomena *day of the week effect* berdasarkan berbagai kajian sebelumnya, yang meliputi:

1. Efek aliran informasi. French (1980) dan Jacobs dan Levy (1988) menyatakan bahwa kecenderungan perusahaan untuk menunda pengumuman berita buruk (*bad news*) hingga pada akhir hari Jumat, yaitu setelah penutupan pasar hari Jumat, menjadi penyebab rendahnya *return* saham pada hari Senin. Miller (1988) menyatakan bahwa rendahnya *return* pada Senin terjadi karena ketiadaan saran broker pada hari-hari libur.
2. Efek faktor perilaku. Raystrom dan Benson (1989) melakukan studi tentang efek psikologis "*Blue Monday*". Menurut mereka, Senin pagi adalah titik terendah suasana hati (*mood*) pelaku pasar selama seminggu, karena keengganan untuk mulai bekerja lagi. Suasana hati yang buruk ini selanjutnya dapat berhubungan dengan munculnya kesalahan-kesalahan dalam melakukan pertimbangan dan penilaian. Kesalahan pertimbangan pelaku pasar akan mendorong terjadinya penjualan saham dan dengan demikian membuat harga-harga turun. Brockman dan Michayluk (1998) berpendapat bahwa investor institusional merupakan penyebab *weekend effect*. Mereka menyatakan bahwa investor institusional memperdagangkan portofolio sementara investor individu menjual sekuritas individual. Kondisi

ini akan mengakibatkan pergerakan pasar, mana kala investor institusi menjual portofolionya pada hari Senin menyusul turunnya *return* pada hari Jumat. Lakonishok dan Maberly (1990) menyatakan bahwa rendahnya *return* hari Senin disebabkan oleh rendahnya jumlah pelaku pasar yang aktif melakukan perdagangan pada hari Senin. Keadaan menjadi memburuk karena pelaku pasar yang non aktif pada hari Senin, mayoritas, adalah investor institusional yang memiliki teknik analisis yang lebih *sophisticated* dibanding investor individu. Kemampuan analisis yang lebih rendah mengakibatkan rata-rata *return* yang tercipta menjadi lebih rendah pula.

3. Efek *market microstructure*. Lakonishok dan Levi (1982) menyatakan bahwa *weekend effect* muncul sebagai akibat waktu yang dibutuhkan untuk melakukan transaksi yang meliputi: perdagangan (*trading*), penyelesaian (*settlement*), dan pencairan dana (*cashing*). Pada hari perdagangan Senin hingga Kamis waktu yang dibutuhkan adalah delapan hari. Perdagangan pada hari Jumat membutuhkan waktu transaksi yang lebih lama, yaitu sepuluh hari. Karenanya investor yang melakukan penjualan saham pada hari Jumat mensyaratkan imbal hasil (*return*) yang lebih tinggi.
4. Efek kesalahan statistik. Galai, Levy, dan Schreiber (2008) menunjukkan bahwa kemunculan efek hari pada beberapa penelitian terdahulu dapat disebabkan karena penggunaan data *outlier*. Penelitian terdahulu menggunakan kontrol terhadap data *outliers* dan menunjukkan hasil tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *return* pada hari yang berbeda. Sullivan, timmermann, dan white (2001) bahkan menyatakan *day of the week effect* muncul karena *data mining* (pengelolaan data untuk menemukan pola tertentu). *Data mining* yang dilakukan penelitian terdahulu dapat mengakibatkan hilangnya data dalam jumlah signifikan,



dan menghasilkan analisis yang bias. Mereka bahkan menyatakan bahwa hipotesis *weekend effect* tidak memiliki landasan teori.



### BAB III

#### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

##### 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian

###### 3.1.1 Perbedaan *Underpricing* menurut Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama terhadap *Underpricing*

Kerangka konseptual perbedaan *underpricing* menurut hari perdagangan pertama dan pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* ditunjukkan pada Gambar 3.1. Dalam penelitian ini *underpricing* dihitung menggunakan konsep *initial return*. Tujuan kajian *day of the week effect* pada umumnya adalah untuk mengetahui apakah rata-rata *return* di pasar saham pada satu hari tertentu secara bermakna berbeda dengan rata-rata *return* hari-hari yang lain. Kajian *day of the week pada underpricing* dan *long-term market performance IPO* ini menggunakan pertanyaan yang serupa yaitu apakah rata-rata *initial return* dari IPO dengan *first trading day* tertentu secara bermakna berbeda dengan rata-rata *initial return* dari IPO dengan *first trading day* yang lain. Sebagai contoh; apakah rata-rata *initial return* dari IPO dengan *first trading day* Senin secara bermakna berbeda dengan rata-rata *initial return* IPO dengan *first trading day* Selasa, Rabu, Kamis dan Jumat.

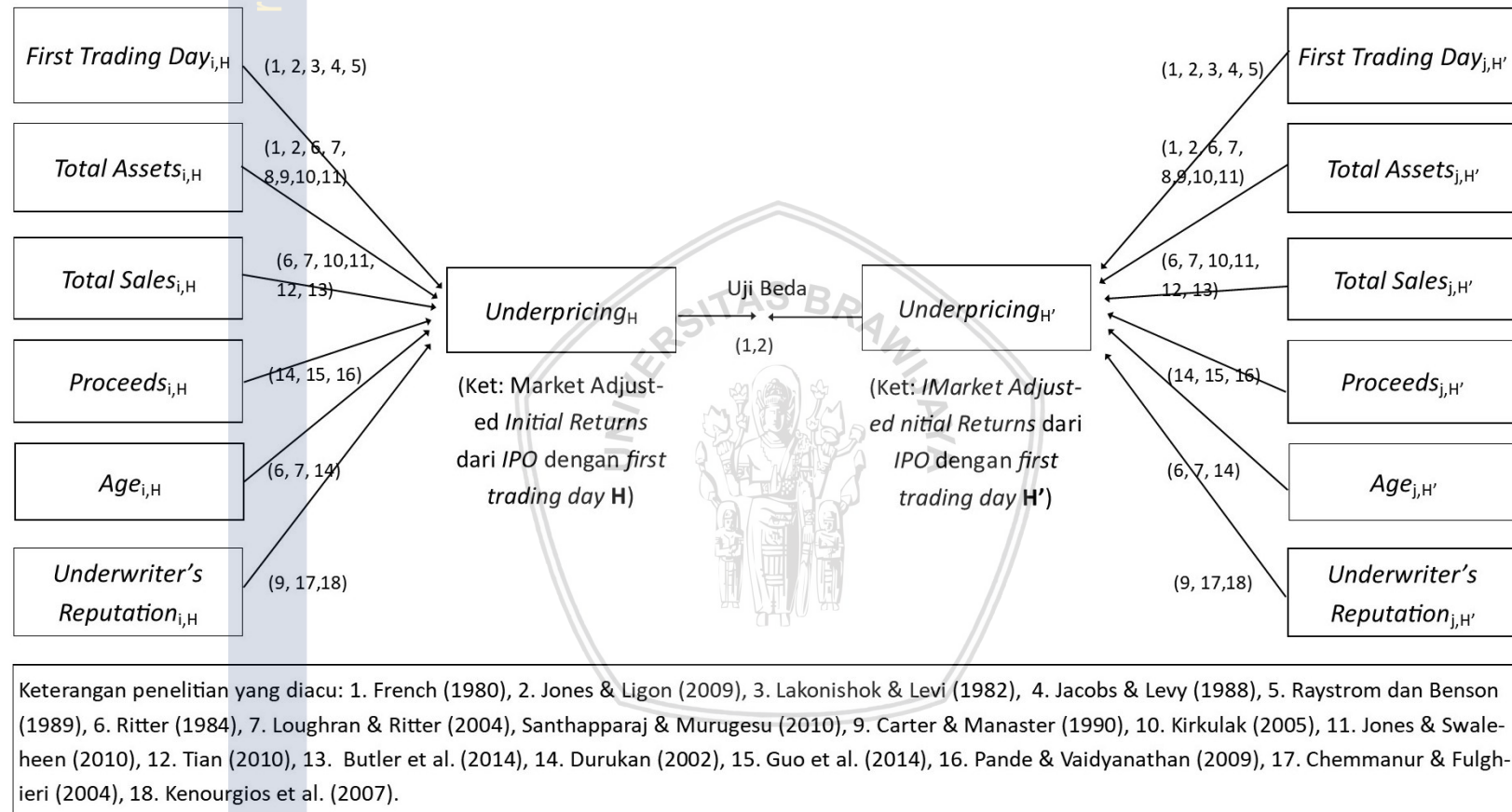
Kecenderungan pelaku pasar (*market participant*) untuk bertindak konsisten secara kolektif pada waktu-waktu tertentu merupakan hal yang umum sebagaimana dijelaskan oleh Lakonishok dan Maberly (1990) tentang kecenderungan rendahnya jumlah investor institusional yang aktif pada hari

perdagangan Senin. Kajian Jones dan Ligon (2009) menemukan bahwa faktor perilaku pelaku pasar dapat mendorong terjadinya perbedaan pada *initial return* dari IPO dengan *first trading day* yang berbeda. Kecenderungan emiten dan *underwriter* menghindari Senin sebagai *first trading day* mengakibatkan lebih sedikitnya jumlah saham baru yang harus di analisis pada perdagangan hari Senin. Dalam penelitian Jones dan Ligon (2009), kecenderungan emiten dan *underwriter* mendorong manajer investasi untuk menunda analisis pada saham baru hingga pertengahan hari. Kecenderungan penundaan analisis saham baru pada Senin dapat juga dikaitkan dengan efek psikologis “*blue Monday*” (Raystrom dan Benson, 1989), yaitu keengganan untuk mulai bekerja setelah hari libur (Sabtu dan Minggu). Akibat penundaan analisis saham baru pada hari Senin adalah tertundanya aktivitas perdagangan saham baru oleh investor institusional. Penundaan tersebut berakibat pada pendeknya waktu *price adjustment* pada saham baru dengan *first trading day* Senin. Karenanya, IPO dengan *first trading day* Senin, di Amerika, menunjukkan rata-rata *initial return* yang lebih tinggi dibanding IPO dengan *first trading day* yang lain. Apabila kecenderungan serupa terjadi di pasar modal Indonesia, maka akan muncul fenomena *initial return first trading day* tertentu yang lebih tinggi atau lebih rendah dibanding *initial return* hari perdagangan pertama yang lain.

Seperti pada kajian *day of the week effect* terdahulu, efek hari diuji dengan menggunakan uji beda. Perbedaan yang diamati adalah *return* pada hari perdagangan pertama saham IPO. Kesimpulan akan diambil dengan memperhatikan apakah terdapat perbedaan yang signifikan *return* hari perdagangan pertama tertentu dengan hari-hari perdagangan pertama yang lain. French (1980) menggunakan regresi *dummy* dengan metode *calendar time* dan *trading time*. Jaffe dan Westerfield (1985) memanfaatkan teknik uji beda *t test* untuk dapat menemukan weekday effect. Ho (1990) menggunakan ANOVA

dengan metode *post hoc* untuk menemukan efek hari di pasar Asia Pasifik. Penelitian oleh Sullivan (2001) menggunakan uji beda rasio *Sharpe* menemukan tidak terdapatnya *weekday effect*. Kajian Doyle dan Chen (2009) menggunakan teknik analisis *GARCH* dan *ARMA* menemukan *weekday effect* yang berubah-ubah sesuai periode pengamatan. Penelitian ini memanfaatkan teknik analisis *One Way ANOVA* dengan metode *Planned Contrast*.

Analisis multivariat digunakan untuk menguji pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *initial return*. Pengaruh hari perdagangan terhadap *return* pada umumnya dan *initial return* pada khususnya terjadi karena faktor-faktor di sekitar hari perdagangan tertentu; seperti: efek aliran informasi (French, 1980; Jacobs dan Levy, 1988; Miller, 1988), *market microstructure* (Lakonishok dan Levi, 1982), maupun perilaku (Raystrom dan Benson, 1989; Lakonishok dan Maberly, 1990; Jones dan Ligon, 2009). Kecenderungan *market participant* melakukan rilis informasi negatif pada akhir hari tertentu, misalnya Jumat, dapat menyebabkan rata-rata *return* yang rendah pada hari perdagangan berikutnya (Senin). Demikian pula, *settlement day* yang berbeda akan mendorong *market participant* menetapkan perbedaan imbal hasil yang dipersyaratkan atas transaksi yang dilakukan pada hari yang berbeda. Kajian *day effect* yang terkait aspek perilaku menunjukkan bahwa *market participant* tertentu cenderung berperilaku dengan cara tertentu pada hari-hari tertentu, sebagai mana telah dijelaskan pada bagian



Gambar 3.1.  
Kerangka Konseptual Underpricing

sebelumnya (*blue Monday effect*, penundaan analisis, pemilihan hari perdagangan pertama, keaktifan bertransaksi). Kemunculan perilaku yang konsisten pada hari tertentu inilah yang memunculkan efek hari pada *initial return*.

Dalam penelitian ini *initial return* diukur menggunakan pendekatan *market adjusted initial return* (Ritter, 1991; Stevenson, 2004; serta Kenourgios *et al.*, 2007). Teknik regresi dilakukan dengan kerangka analisis Jones dan Ligon (2009), namun menggunakan pendekatan *trading time*. Beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel kontrol yang umum digunakan dalam analisis multivariat *initial return*, yang meliputi:

1. *Total asset*. *Total asset* pada saat IPO yang merupakan proksi risiko perusahaan. Ritter (1984) berpendapat bahwa total aset menunjukkan ukuran perusahaan yang berkaitan dengan tingkat risiko investasi pada pasar perdana. Semakin kecil nilai aset semakin kecil ukuran perusahaan. Semakin kecil ukuran perusahaan mengakibatkan semakin besar risiko investasi, dan karenanya semakin tinggi pula *initial return*. Temuan-temuan pada penelitian terdahulu umumnya menunjukkan pengaruh positif total aset terhadap *initial return* (French, 1980; Loughran dan Ritter, 2004; Jones dan Ligon, 2009; Santhapparaj dan Murugesu, 2010).
2. *Total sales* periode sebelum IPO. Ritter (1984) menyatakan bahwa *sales* berkaitan dengan risiko investasi. Karenanya, semakin tinggi penjualan pra IPO semakin rendah pula tingkat risiko, yang berdampak pada rendahnya *initial return*. Welch (1989) sebaliknya menyatakan bahwa tingkat penjualan menunjukkan kualitas. Perusahaan dengan penjualan yang tinggi memiliki kualitas tinggi. Teori *signaling* menyatakan bahwa perusahaan berkualitas tinggi akan mengungkapkan kualitasnya kepada pasar dengan cara



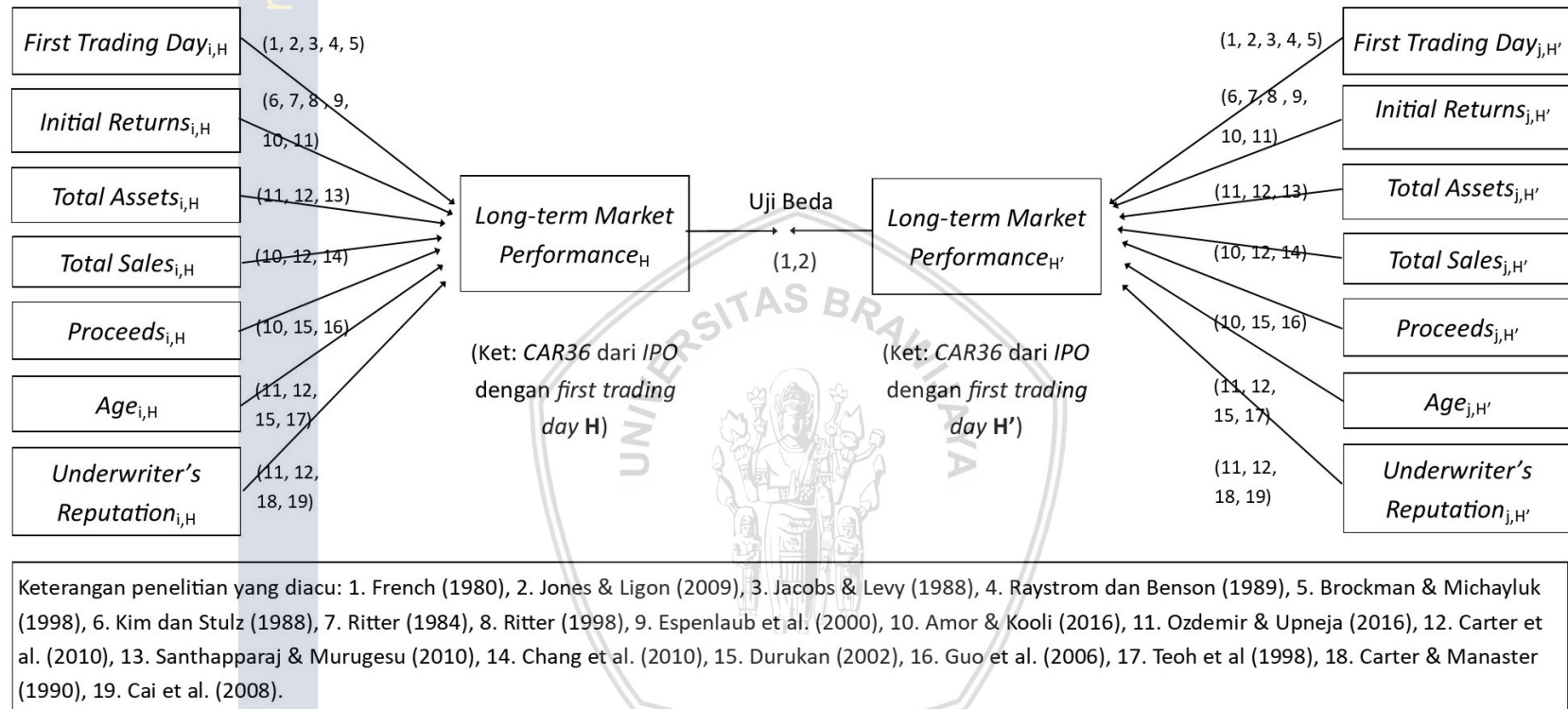
melakukan *underpricing* yang tinggi pula. Penelitian terdahulu memberikan hasil yang berbeda tentang pengaruh *sales* terhadap *initial return*, seperti: Carter dan Manaster, 1990; Loughran dan Ritter, 2004; Kirkulak, 2005; Jones dan Swaleheen, 2010; Tian, 2011; Butler, Keefe, dan Kieschnick, 2014).

3. Penerimaan *IPO* (*Proceed*). Ritter (1984) berpendapat bahwa *proceed* terkait dengan risiko emiten; emiten dengan risiko tinggi cenderung menghimpun dana dalam jumlah yang relatif rendah. Karenanya semakin tinggi *proceed* mengakibatkan semakin rendahnya *underpricing*. Beberapa penelitian yang menganalisis pengaruh *proceed* terhadap *initial return* meliputi: Durukan, (2002), Guo, Lev, dan Shi, (2006), Pande dan Vaidyanathan (2009).
4. Umur perusahaan (*age*). Umur perusahaan saat melakukan *IPO* juga menjadi proksi risiko. Semakin muda umur perusahaan semakin tinggi risiko *IPO* dan akan menghasilkan *initial return* yang tinggi. Beberapa penelitian terdahulu mengkonfirmasi hubungan negatif tersebut, seperti: Ritter (1984), Durukan (2002), Loughran dan Ritter (2004), serta Santhapparaj dan Murugesu (2010).
5. Reputasi penjamin emisi. Carter dan Manaster (1990) berpendapat bahwa reputasi *underwriter* berkaitan dengan kualitas emisi. Hal ini terjadi karena penjamin emisi yang mempunyai reputasi baik memiliki beban moral (*moral obligation*) agar saham yang dijual di pasar sekunder harganya tidak akan jatuh dari harga di pasar perdana sehingga tidak akan merugikan investor. Pasar percaya bahwa penjamin emisi bereputasi baik tidak akan menjamin perusahaan yang berkualitas rendah. Semakin baik reputasi penjamin emisi makin kecil risiko dan ketidakpastian harga pasar di masa yang akan datang. Semakin kecil tingkat *underpricing*, makin besar peluang harga saham jangka panjang menjadi lebih baik sehingga makin kecil kemungkinan investor

mengalami kerugian. Beberapa penelitian lain yang terkait dengan pengaruh kualitas penjamin emisi dengan *underpricing* adalah: Chemmanur dan Fulghieri (1994), Loughran dan Ritter (2004), Kenourgios *et al.* (2007).

### **3.1.2 Perbedaan *Long-term Market Performance* berdasarkan Hari Perdagangan Pertama Saham IPO dan Pengaruh Hari Perdagangan Pertama terhadap *Long-term Market Performance*.**

Perbedaan *long-term market performance* berdasarkan hari perdagangan pertama dan pengaruh hari perdagangan pertama terhadap kinerja pasar jangka panjang, didasari dengan pertimbangan bahwa apabila terdapat kecenderungan tertentu pada peristiwa IPO termasuk pada hari perdagangan pertama, maka pasar akan melakukan koreksi yang bersifat jangka panjang. Kecenderungan yang terjadi dapat disebabkan oleh faktor aliran informasi, *market microstructure*, maupun perilaku partisipan pasar. Koreksi pasar akan mengakibatkan *long-term market performance* saham dengan hari perdagangan pertama tertentu berbeda dengan kinerja jangka panjang saham dengan hari perdagangan pertama yang lain (Gambar 2). Koreksi jangka panjang terjadi karena informasi tentang nilai emiten yang sesungguhnya muncul secara bertahap, seperti dijelaskan pada hipotesis *window of opportunity* (Kim dan Stulz, 1988), *impresario* (Ritter, 1991), serta *opinion divergence* (Ritter, 1991).



Gambar 3.2.  
Kerangka Konseptual *Long-term Market Performance*.

Analisis multivariat pada *long-term market performance* menggunakan hari perdagangan pertama sebagai variabel penjelas berdasarkan pertimbangan pada bagian sebelumnya. Variabel kontrol yang digunakan sebagian besar sama dengan pada analisis sebelumnya yang meliputi:

1. *Initial return*. Hipotesis *window of opportunity* (Kim dan Stulz, 1988) menjelaskan bahwa pada periode *hot market* (yaitu tahun yang ditandai dengan terjadinya gelombang *IPO* yang tinggi karena emiten memanfaatkan peluang yang muncul di pasar) saham-saham *IPO* cenderung *overvalued*. *Overvalue* saham *IPO* mengakibatkan *underpricing* pada *hot market* cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan periode yang lain. Meskipun demikian, *overvalue* pada saham-saham *IPO* mendorong koreksi pasar yang lebih besar. Karena itu, *long-term market performance* saham yang *IPO* pada *hot market* cenderung lebih rendah dibanding hasil *IPO* periode yang lain. Selain hipotesis *window of opportunity*, pengaruh *initial return* terhadap *long-term market performance* dapat dijelaskan dengan berbagai hipotesis lain. Hipotesis *opinion divergence* (Ritter, 1998) menjelaskan bahwa *underpricing*, muncul sebagai hasil dari *gap* opini tentang nilai emiten antara investor optimis dan non-optimis terhadap *IPO*. Apabila dalam suatu *IPO* jumlah investor optimis lebih banyak dibandingkan non-optimis maka dapat dipastikan akan terjadi *initial return* yang tinggi. Seiring berjalannya waktu dan masuknya informasi baru, kesenjangan informasi berkurang dan menyebabkan penurunan *return* dalam jangka panjang. Hipotesis *impresario* dari Ritter (1991) menyatakan bahwa secara sistematis penjamin emisi saham (*underwriter*) menetapkan harga *IPO* yang terlalu rendah dalam rangka meningkatkan permintaan atas saham *IPO*. Ritter memandang *underpricing* sebagai kecenderungan

*underwriter* mengejar *target* penjualan saham yang tidak selalu didasari oleh pertimbangan tentang kualitas emiten (*fads*). Hipotesis *impresario* menyatakan bahwa saham dengan *initial return* yang tinggi cenderung memiliki kinerja jangka panjang yang rendah. Seiring dengan berjalannya waktu, informasi tentang emiten menjadi semakin terbuka dan meningkatkan pemahaman investor tentang nilai perusahaan yang sesungguhnya. Turunnya kinerja jangka panjang disebabkan karena koreksi pasar sebagai akibat semakin meningkatnya pemahaman investor tentang kualitas emiten. Penjelasan yang berbeda terdapat pada hipotesis *signaling*. Welch (1989) menyatakan bahwa perusahaan berkualitas tinggi akan mengungkapkan kualitasnya kepada publik dengan cara melakukan *underpricing* yang tinggi. *Underpricing* bagi perusahaan berkualitas menunjukkan keberanian mereka kehilangan sejumlah dana (*leave money on the table*). Berbeda dengan hipotesis yang telah disebutkan sebelumnya, hipotesis *signaling* justru meramalkan perusahaan dengan *underpricing* yang lebih tinggi dalam jangka panjang akan menunjukkan *long-term market performance* yang lebih tinggi karena kualitasnya yang lebih baik. Hal yang perlu dicermati adalah bahwa pengaruh *initial return* terhadap *long-term market performance* terjadi dalam jangka waktu yang lama yaitu hingga 3 tahun. Hal ini disebabkan karena 1) asimetri informasi pada *IPO* sangat besar, dan 2) *adjustment* terhadap *initial return* melibatkan aliran informasi yang terjadi secara bertahap. Kajian Ritter (1991), Espenlaub *et al.* (2000), Stehle *et al.* (2000), Durukan (2002), Ahmad-Zaluki (2007) menunjukkan bahwa dibutuhkan waktu 36 bulan bagi pasar untuk melakukan penyesuaian pasca terjadinya *underpricing*. Penelitian lain yang melihat hubungan *underpricing* dengan *long-*

*term market performance* adalah: Amor dan Kooli (2016) serta Ozdemir dan Upneja (2016).

2. *Total asset*. Menurut Ritter (1984) nilai aset berkaitan dengan risiko investasi. Semakin kecil nilai aset total perusahaan semakin besar risiko investasi, semakin tinggi probabilitas kegagalan, dan karenanya semakin tinggi probabilitas *long-term market performance* yang lebih rendah. Kajian tentang pengaruh aset terhadap *initial return* terdapat pada: Carter *et al.* (2010), Santhapparaj dan Murugesu (2010), serta Ozdemir dan Upneja (2016).
3. *Total sales* sebelum IPO. Ritter (1984) menyatakan bahwa karena *sales* berkaitan dengan risiko investasi, maka semakin tinggi penjualan semakin rendah pula tingkat risiko. Risiko yang rendah akan ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan meningkatkan penjualan di masa mendatang dan mengakibatkan semakin tingginya nilai perusahaan di masa mendatang yang ditandai dengan semakin tingginya *long-term market performance*. Sejalan dengan hal tersebut, Welch (1989) menyatakan bahwa tingkat penjualan menunjukkan kualitas. Kualitas yang tinggi akan ditunjukkan dengan kinerja operasi perusahaan yang tinggi dan berdampak pada kinerja pasar yang tinggi pula. Penelitian terdahulu terkait dengan pengaruh *sales* terhadap *long-term market performance* meliputi: Carter *et al.* (2010), Chang, Chun, Lin (2010), serta Amor dan Kooli (2016).
4. Penerimaan IPO (*Proceed*). Ritter (1984) berpendapat bahwa *proceed* terkait dengan risiko emiten. Emiten dengan risiko tinggi cenderung menghimpun dana dalam jumlah yang relatif rendah. Tingginya risiko perusahaan dengan *proceed* rendah akan mengakibatkan kinerja operasi yang rendah dan mengakibatkan rendahnya *long-term market performance*. Beberapa



penelitian yang menganalisis pengaruh *proceed* terhadap *long-term market performance* meliputi: Durukan, (2002), Guo, Lev, dan Shi, (2006), Carter *et al.* (2010) serta Amor dan Kooli (2016).

5. Umur perusahaan (*age*). Umur perusahaan saat melakukan IPO juga menjadi proksi risiko. Semakin tua umur perusahaan semakin rendah risiko *IPO*. Perusahaan dengan umur yang lebih tua cenderung menawarkan imbal hasil yang lebih rendah dan karenanya memiliki *long-term market performance* yang lebih rendah pula. Penelitian terdahulu tentang hubungan umur perusahaan dengan kinerja jangka panjang antara lain: Teoh, Welch, dan Wong (1998), Durukan (2002), Carter *et al.* (2010), serta Ozdemir dan Upneja (2016)
6. Reputasi penjamin emisi. Carter dan Manaster (1990) berpendapat bahwa penjamin emisi yang mempunyai reputasi baik memiliki beban moral (*moral obligation*) agar saham yang dijual di pasar sekunder harganya tidak akan jatuh dari harga di pasar perdana sehingga tidak akan merugikan investor. Semakin baik reputasi penjamin emisi makin kecil risiko dan ketidakpastian harga pasar di masa yang akan datang makin besar peluang harga saham jangka panjang menjadi lebih baik sehingga makin kecil kemungkinan investor mengalami kerugian. Beberapa penelitian lain yang terkait dengan pengaruh kualitas penjamin emisi dengan *underpricing* adalah: Cai, Liu, dan Mase (2008), Carter *et al.* (2010), Chang *et al.* (2010), serta Ozdemir dan Upneja (2016).

### 3.2 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah yang dikaji, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

#### 3.2.1 Perbedaan *underpricing* saham IPO dengan hari perdagangan pertama yang berlainan

*Underpricing* yang diukur dengan initial *return* merupakan fenomena yang umum terjadi pada pasar perdana saham. Baron (1982) menyatakan bahwa *underpricing* terjadi untuk memberikan kompensasi tambahan bagi *underwriter* yang telah banyak membantu pada proses IPO. Rock (1986) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan cara yang ditempuh oleh *underwriter* untuk memastikan pasar perdana tetap menarik bagi seluruh jenis investor (*informed* dan *uninformed*). Welch (1989) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan mekanisme yang digunakan emiten untuk mengungkapkan kualitasnya. Jones dan Ligon (2009) menyatakan bahwa meskipun *underpricing* merupakan hal yang umum pada pasar perdana, terdapat perbedaan pada tingkat initial *return* saham IPO dengan hari perdagangan pertama yang berbeda. Lebih tingginya initial *return* pada *first trading day* tertentu dapat disebabkan karena kecenderungan-kecenderungan yang terjadi pada hari perdagangan pertama. Kecenderungan tersebut dapat disebabkan karena faktor: aliran informasi, *market microstructure*, maupun aspek perilaku partisipan pasar. Yang dimaksud dengan aspek perilaku adalah kecenderungan kolektif partisipan pasar untuk menunjukkan perilaku tertentu secara konsisten. Kecenderungan yang muncul tersebut akan membentuk karakteristik initial *return* yang berbeda pada hari perdagangan pertama yang berbeda. Kajian Jones dan Ligon (2009) yang menunjukkan rata-rata initial *return* saham IPO dengan *first trading day* Senin adalah lebih tinggi

dibandingkan hari perdagangan pertama yang lain. Lebih tingginya rata-rata *initial return* disebabkan karena kecenderungan emiten memilih Senin sebagai hari perdagangan pertama. Faktor lain yang menjadi penyebab tingginya rata-rata *initial return* adalah kecenderungan manajer investasi untuk menunda analisis dan perdagangan saham baru pada hari perdagangan pertama Senin. Karenanya dapat disusun hipotesis:

H<sub>1</sub>: Terdapat perbedaan *underpricing* saham *IPO* pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia.

### 3.2.2 Perbedaan *long-term market performance* saham *IPO* dengan hari perdagangan pertama yang berlainan

Kecenderungan tertentu pada peristiwa *IPO* termasuk pada hari perdagangan pertama, baik yang disebabkan karena faktor aliran informasi, *market microstructure*, maupun perilaku partisipan pasar, akan mendorong pasar melakukan koreksi yang bersifat jangka panjang. Menggunakan analogi hipotesis *window of opportunity* (Kim dan Stulz, 1988) dapat memberikan gambaran bahwa kecenderungan emiten secara masif melakukan *IPO* pada *hot market* akan mengakibatkan *long-term market performance* yang memburuk. Menggunakan analogi hipotesis *impresario* (Ritter, 1991) maka *initial return* yang muncul dari aktivitas perdagangan yang tidak didasari analisis yang memadai dan hanya bertujuan menstimulasi pasar semata, mendorong terciptanya koreksi pasar dalam jangka panjang. Koreksi pasar yang terjadi akan mengakibatkan *long-term market performance* saham dengan hari perdagangan pertama tertentu berbeda dengan kinerja jangka panjang saham dengan hari perdagangan pertama yang lain. Karenanya dapat disusun hipotesis:

H<sub>2</sub>: Terdapat perbedaan *long-term market performance* saham IPO pada hari perdagangan pertama yang berlainan di Bursa Efek Indonesia.

### 3.2.3 Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* saham IPO

Berbagai penelitian *day of the week effect* menunjukkan pengaruh hari perdagangan terhadap *rata-rata return*. Pengaruh hari dapat disebabkan karena faktor-faktor: aliran informasi (French, 1980; serta Jacobs dan Levy, 1988), *market microstructure* (Lakonishok dan Levi, 1982) serta perilaku *market participants* (Raystrom dan Benson, 1989; Lakonishok dan Maberly, 1990; serta Brockman dan Michayluk, 1998). Kajian Jones dan Ligon (2009) menemukan bahwa rendahnya jumlah saham IPO yang ditransaksikan pertama kali pada hari Senin ditambah efek hari libur mendorong penundaan analisis dan transaksi pada saham baru dan mendorong terjadinya *underpricing* yang lebih tinggi dibandingkan hari perdagangan pertama yang lain. Kajian *day effect* yang terkait aspek perilaku menunjukkan bahwa *market participant* tertentu cenderung berperilaku dengan cara tertentu pada hari-hari tertentu (*blue Monday effect*, penundaan analisis, keaktifan bertransaksi). Kemunculan perilaku yang konsisten pada hari tertentu ini dapat memunculkan efek hari pada *initial returns*. Karenanya dapat disusun hipotesis:

H<sub>3</sub>: Terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* saham IPO di Bursa Efek Indonesia.

### 3.2.4 Pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *long-term market performance* saham IPO

Kecenderungan partisipan pasar yang terjadi pada peristiwa IPO serta hari perdagangan pertama dapat memicu koreksi pasar dalam jangka panjang. Termasuk dalam kecenderungan tersebut adalah: perlakuan *underpricing* sebagai

“biaya pemasaran” saham baru sebagaimana dijelaskan hipotesis *impresario* (Ritter, 1991), *underpricing* muncul sebagai akibat divergensi opini investor (1998), serta *underpricing* yang lebih tinggi karena fenomena *hot market*; memiliki konsekuensi penyesuaian harga pada periode-periode selanjutnya. Koreksi jangka panjang hal ini dapat diamati pada rendahnya *long-term market performance* saham dengan *underpricing* yang tinggi. Kecenderungan partisipan pasar tidak harus terkait dengan teori *underpricing*, tetapi juga teori-teori perilaku *day of the week effect*. Kajian *day effect* yang terkait aspek perilaku menunjukkan bahwa market participant tertentu cenderung berperilaku dengan cara tertentu pada hari-hari tertentu (*blue Monday effect*, penundaan analisis, pemilihan hari perdagangan pertama, keaktifan bertransaksi). Kemunculan perilaku yang konsisten pada hari tertentu inilah dapat memunculkan efek baik yang bersifat segera (pada *initial return*) maupun tertunda (pada *long-term market performance*). Perilaku emiten, underwriter, investor individu, investor institusional, manajer investasi, serta otoritas pasar modal yang konsisten pada hari tertentu dapat memberikan pengaruh pada *long-term market performance* saham-saham IPO. Karenanya, dapat disusun hipotesis:

H<sub>4</sub>: Terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *long-term market performance* saham IPO di Bursa Efek Indonesia.

### 3.3 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

#### 3.3.1 Variabel Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah dan tujuan penelitian, maka variabel penelitian ini adalah:

a. Variabel bebas

- Hari perdagangan pertama saham IPO

b. Variabel terikat

- *Underpricing*
- *Long-term market performance*

c. Variabel kontrol

- *Total asset*
- *Total sales*
- *Proceeds*
- Umur (*age*)
- Reputasi penjamin emisi (*underwriter's reputation*)

Seluruh variabel kontrol dalam penelitian ini merupakan proksi risiko investasi dipasar perdana khususnya terkait dengan IPO. Loughran dan Ritter (1994) berpendapat bahwa total risiko investasi yang dihadapi oleh investor dipasar perdana dipengaruhi oleh berbagai karakteristik emiten (misalnya umur, penjualan, dan aset) yang bersifat dinamis. Hal ini berarti, risiko satu emiten hanya dibentuk oleh satu karakteristik yang dominan, sementara pada emiten lain terdapat dua karakteristik yang dominan mempengaruhi risiko investasi. Karenanya mempertimbangkan seluruh karakteristik emiten yang menjadi pencetus risiko investasi di pasar perdana perlu dilakukan. Loughran dan Ritter (1994) menyebutkan bahwa kumpulan variabel ini secara bersama mengukur komposisi risiko yang berubah-ubah (*measure changing risk composition*). Penggunaan berbagai variabel proksi risiko secara bersama-sama dalam penelitian terkait kinerja IPO dapat dilihat antara lain pada: Ritter (1984), Loughran dan Ritter (1994), Goergen et al. (2007), Butler et al. (2014), serta Amor dan Kooli (2016).



### 3.3.2 Definisi Operasional Variabel

#### 3.3.2.1 Hari perdagangan pertama

Hari perdagangan pertama (*first trading day*) saham *IPO* adalah hari saat saham *IPO* pertamakali diperdagangkan di pasar sekunder. Hari perdagangan pertama dinyatakan sebagai variabel *dummy* (French, 1980; Jones and Ligon (2009), Zhang, Lai, dan Lin (2017). Untuk *initial return* hari tertentu, *dummy* hari tersebut adalah “1” dan hari lain adalah “0”. Misalnya, analisis pada saham dengan hari perdagangan pertama Senin akan menghasilkan *dummy* “1” untuk hari senin, dan *dummy* “0” untuk hari Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat; sementara analisis pada saham dengan hari perdagangan pertama Selasa menggunakan skor *dummy* “1” untuk hari selasa dan “0” untuk hari lainnya, dan seterusnya.

#### 3.3.2.2 Underpricing

*Underpricing* diukur menggunakan konsep *initial return*. *Initial return* adalah tingkat pengembalian hari pertama perdagangan dari saham *IPO*. Dalam penelitian ini, *initial return* dihitung dengan metode *market adjusted initial return* (Ritter, 1991; serta Kenourgios, Papathanasiou, Melas, 2007).

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} \dots\dots\dots (11)$$

$$MAIR_i = IR_i - Rm_1 \dots\dots\dots (12)$$

Keterangan :

*IR<sub>i</sub>* = *non adjusted initial return* saham i

*MAIR<sub>i</sub>* = *market adjusted initial return* saham i

$P_{i1}$  = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$P_{IPO}$  = Harga *IPO*

$Rm_1$  = *market return* pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$$Rm_1 = \frac{IHSG_1 - IHSG_0}{IHSG_0} \dots\dots\dots (13)$$

### 3.3.2.3 Long-term market performance

*Long-term market performance* saham *IPO*, yaitu tingkat pendapatan (*return*) saham *IPO* sampai dengan 36 bulan pasca *IPO*. *Long-term market performance* dihitung menggunakan rumus *CAR* (*Cumulative Abnormal Return*) (Ritter, 1991; Fama, 1998).

$$CAR_{36} = \sum_{t=1}^{36} AR_{it} \dots\dots\dots (14)$$

Keterangan:

$AR_{it}$  = tingkat pendapatan *abnormal* saham *i* pada bulan ke *t*. Tingkat pendapatan *abnormal* dihitung bulanan menggunakan pendekatan *mean-adjusted abnormal return*.

$CAR_{36}$  = tingkat pendapatan *abnormal* kumulatif hingga bulan ke 36 pasca *first trading day*.

Penggunaan periode observasi 36 bulan sejalan dengan hasil kajian Ritter (1991) yang menunjukkan bahwa dibutuhkan waktu 36 hingga 48 bulan bagi pasar untuk melakukan penyesuaian harga (*price adjustment*) pasca terjadinya *underpricing*. Lamanya waktu *adjustment* sangat terkait dengan besarnya asimetri informasi pada *IPO* serta tingkat efisiensi pasar. Kajian-kajian lanjutan menunjukkan

dibutuhkan waktu adjustment 36 bulan, yaitu penelitian di: Inggris (Espenlaub *et al.*, 2000; Goergen, Khursed, dan Mudambi, 2007), Jerman (Stehle *et al.*, 2000), Malaysia (Ahmad-Zaluki *et al.*, 2007), Indonesia (Meidiaswati, 2008), China (Su dan Bangassa, 2011), Jepang (Nielsen *et al.*, 2015). Selain itu, penelitian oleh Durukan (2002) pada pasar modal Turki menunjukkan *adjustment time* antara 12 hingga 36 bulan.

### 3.3.2.4 Total assets

*Total assets* (TA) adalah nilai total aset perusahaan *IPO* seperti yang dicantumkan pada laporan keuangan tahunan terakhir sebelum perusahaan melakukan *IPO*. Total aset dihitung sebagai logaritma natural total aset (French, 1980, Loughran and Ritter, 2004; Jones and Ligon, 2009; Carter *et al.* 2010; Santhapparaj and Murugesu, 2010; Ozdemir dan Upneja, 2016).

$$TA = \ln TotalAssets_{IPO-1} \dots\dots\dots (15)$$

### 3.3.2.5 Total penjualan

Total penjualan (TS) adalah nilai total penjualan bersih perusahaan *IPO* sebagaimana dicantumkan pada laporan keuangan tahunan terakhir sebelum perusahaan melakukan *IPO*. Total penjualan dihitung sebagai logaritma natural total penjualan (Ritter, 1984; Loughran and Ritter, 2004; Jones and Ligon, 2009; Santhapparaj and Murugesu, 2010; Chang *et al.*, 2010, Amor dan Kooli, 2016)).

$$TS = \ln TotalPenjualan_{IPO-1} \dots\dots\dots (16)$$

### 3.3.2.6 Proceeds

*Proceeds* (PRC) adalah jumlah dana yang berhasil dihimpun melalui *IPO*. *Proceed* diperoleh dengan mengalikan harga per lembar saham *IPO* dengan jumlah saham yang dijual (Durukan, 2002; Guo, Lev, dan Shi, 2006; Pande and Vaidyanathan, 2009; Amor dan Kooli, 2016).

$$PRC = \ln(P_{IPO} \times Vol_{IPO}) \dots\dots\dots (17)$$

Keterangan:

$P_{IPO}$  = harga penawaran *IPO*

$VOL_{IPO}$  = Volume (jumlah lembar) saham

### 3.3.2.7 Umur perusahaan

Umur perusahaan (*AGE*), dalam tahun, dihitung sejak tanggal pendirian perusahaan hingga hari perdagangan pertama saham *IPO*. Umur perusahaan dihitung sebagai logaritma natural umur perusahaan dalam tahun (Carter and Manaster, 1990; Durukan, 2002; Loughran and Ritter, 2004; Kirkulak, 2005; Jones and Swaleheen, 2010; Tian, 2011; Ozdemir dan Upneja, 2016).

$$AGE_i = \ln\left(\frac{TanggalFirstTradingDayIPO - TanggalBerdiri}{365}\right) \dots\dots\dots (18)$$

### 3.3.2.8 Reputasi penjamin emisi

Reputasi penjamin emisi (*REP*). Terdapat banyak metode penentuan reputasi penjamin emisi, seperti: Carter dan Manaster (1990), Johnson dan Miller (1988), Megginson dan Weiss (1991), serta Kenourgios *et al.* (2007). Pada penelitian ini reputasi *underwriter* ditentukan menggunakan pendekatan Kenourgios *et al.* (2007), yaitu mengelompokkan penjamin emisi menjadi dua kelompok

berdasarkan rata-rata proporsi nilai penjaminan. Proporsi nilai penjaminan adalah nilai *IPO* yang dijamin oleh penjamin emisi tertentu selama periode observasi dibagi dengan seluruh nilai *IPO* pada periode yang sama. Penjamin emisi yang memiliki proporsi nilai dari lebih tinggi dari rata-rata mendapatkan skor *dummy* reputasi “1”, yang lain “0”.



## BAB IV

### METODE PENELITIAN

#### 4.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan positivis dengan menitikberatkan pada pengamatan terhadap fenomena empiris, penyusunan hipotesis berdasarkan teori-teori terdahulu, pembuktian hipotesis dengan cara mengukur berbagai variabel dengan alat statistik, penjelasan fenomena secara lebih terukur dan penarikan kesimpulan yang dapat digeneralisasikan. Pemilihan pendekatan positivis dalam penelitian ini sangat terkait dengan tujuan penelitian yaitu generalisasi terhadap fenomena efek hari pada peristiwa *IPO* yang terjadi di pasar modal Indonesia.

#### 4.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* hingga 2013 di Bursa Efek Indonesia yang memiliki kriteria:

1. Melakukan *go public* pada tahun 2006 hingga 2013
2. memiliki informasi laporan keuangan tahun sebelum *IPO* yang lengkap.
3. memiliki informasi harga saham yang lengkap hingga tiga tahun setelah tanggal *IPO* (tanggal perdagangan pertama di pasar sekunder).

Terdapat 166 perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun 2006 hingga 2013, enam diantaranya tidak menyediakan informasi keuangan yang lengkap pada prospektus, serta 9 perusahaan tidak terdapat informasi harga saham yang lengkap karena *delisting* maupun penghentian perdagangan (*suspend*) yang



cukup lama` Jumlah sampel akhir adalah 151 perusahaan yang melakukan *IPO* periode 2006-2013.

Tabel 4.1.  
Populasi dan Sampel.

| No | Keterangan  | Jumlah | Sumber Data                             |
|----|---|--------|---|
| 1  | Perusahaan <i>IPO</i> 2006-2013   | 166    | IDX                                     |
| 2  | Prospektus dan laporan keuangan tidak tersedia                              | 6      | iCamel, ICMD                            |
| 3  | Data harga sampai 36 bulan tidak lengkap (karena delisting maupun suspensi) | 9      | ICMD, Yahoo finance, Wallstreet Journal |
| 4  | Jumlah sampel akhir   | 151    |   |

Sumber: Data sekunder, diolah.

Sampel diambil dengan teknik non probabilitas yaitu sampel jenuh (*total population sampling*). *Total population sampling* adalah jenis teknik *sampling* dimana peneliti memilih untuk mengamati seluruh anggota populasi yang memiliki seperangkat karakteristik tertentu (Etikan, Musa, Alkassim, 2016). Sampel pada penelitian ini, karenanya, adalah seluruh perusahaan yang melakukan *IPO* antara tahun 2006 hingga 2013 di pasar modal Indonesia, menyediakan laporan keuangan tahun sebelum *IPO* yang lengkap, serta memiliki informasi harga saham yang lengkap hingga tiga tahun setelah tanggal *IPO*.

Pada penelitian ini dilakukan uji ketahanan (*Robustness check*) untuk menganalisis apakah variabel penelitian, baik yang menunjukkan pengaruh signifikan maupun tidak, tetap menunjukkan hal yang sama apabila terdapat perubahan sampel yang diamati. *Robustness check* dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009.

### 4.3 Prosedur Pengumpulan Data

Data penelitian ini merupakan data sekunder yang dikumpulkan dengan teknik dokumentasi dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* serta *Indonesian Capital Market Library (Icamel)*. Penelitian ini mendayagunakan data seluruh perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun 2006 hingga 2013, serta harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada periode 2006 hingga 2016 (tergantung pada tahun *IPO*).

### 4.4 Pengolahan dan Analisis Data

Prosedur untuk menganalisa data ini dilaksanakan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

#### 4.4.1 Perbedaan *underpricing* berdasarkan hari perdagangan pertama yang berbeda

1. Menghitung *initial return* saham *IPO* dengan rumus (Ritter, 1991; serta Kenourgios, Papathanasiou, Melas, 2007):

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} \dots\dots\dots (19)$$

Keterangan :

$IR_i$  = *non adjusted initial return* saham i

$P_{i1}$  = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$P_{IPO}$  = Harga *IPO*

$$MAIR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} - Rm_1 \dots\dots\dots (20)$$

Keterangan :

$MAIR_i$  = *market adjusted initial return* saham i

$Rm_1$  = *market return* pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

2. Menentukan nilai *dummy* untuk hari perdagangan pertama

3. Melakukan uji beda *initial return* pada hari perdagangan yang berbeda menggunakan *one way ANOVA* pada *SPSS*, dengan tahapan:
  - a. Mengidentifikasi dan menghilangkan data dengan nilai ekstrim.
  - b. Melakukan uji normalitas data dengan metode *skewness* dan *kurtosis*. Data dikatakan berdistribusi normal apabila memiliki *skewness* dan *kurtosis* diantara -1,5 dan +1,5 (Tabachnick dan Fidell, 2013; George dan Mallery, 2010).
  - c. Melakukan uji homogenitas menggunakan uji *Levene's test*. Jika hasil  $P > 0,05$ , maka dinyatakan data homogen.
  - d. Melakukan *One Way Anova* dengan metode *Planned Comparison (Planned Contrast)* dengan tahapan:
    - 1) Menentukan hari terbanding (T) dan kelompok hari pembanding.
    - 2) Menentukan bobot kontras hari terbanding T dengan pembanding dengan ketentuan bobot hari pembanding sama dengan minus bobot hari terbanding dibagi jumlah anggota kelompok hari pembanding. Dengan demikian jumlah bobot total adalah nol. Misalnya hendak dibandingkan antara *initial return* hari Senin (T) dengan kelompok hari selain senin, maka bobot hari Senin adalah 4, Selasa adalah -1, Rabu -1, Kamis -1, dan Jumat -1 (4,-1,-1,-1,-1).
    - 3) Menghitung nilai kontras, standar error dan t statistik dari kontras.
    - 4) Melakukan uji hipotesis:

$H_0$ :  $T=0$ , tidak terdapat perbedaan *initial return* hari terbanding dengan *initial return* hari pembanding (hari yang lain).

$H_1$ :  $T \neq 0$ , terdapat perbedaan *initial return* hari terbanding dengan *initial return* hari pembanding (hari yang lain).
4. Melakukan *robustness check*

Uji ketahanan (*Robustness check*) bertujuan untuk menganalisis apakah variabel penelitian, baik yang menunjukkan perbedaan signifikan maupun tidak, tetap menunjukkan hal yang sama apabila terdapat perubahan sampel yang diamati. Robustness check dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*).

#### 4.4.2 Perbedaan *CAR36* berdasarkan hari perdagangan pertama yang berbeda

1. Menghitung *CAR36* saham *IPO* dengan rumus (Ritter, 1991; Fama, 1998):

$$CAR36 = \sum_{t=1}^{36} AR_{it} \dots\dots\dots(21)$$

Keterangan:

$AR_{it}$  = tingkat pendapatan abnormal saham *i* pada periode *t*

*CAR36* = tingkat pendapatan abnormal kumulatif hingga bulan ke 36 pasca *first trading day*

2. Menentukan nilai *dummy* untuk hari perdagangan pertama
3. Melakukan uji beda *initial return* pada hari perdagangan yang berbeda menggunakan *one way ANOVA* pada *SPSS*, dengan sesuai butir 4.4.1.
4. Melakukan *robustness check*

Uji ketahanan (*Robustness check*) bertujuan untuk menganalisis apakah variabel penelitian, baik yang menunjukkan perbedaan signifikan maupun

tidak, tetap menunjukkan hal yang sama apabila terdapat perubahan sampel yang diamati. Robustness check dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*).

#### 4.4.3 Pengaruh hari pertama perdagangan saham terhadap *underpricing*.

1. Menentukan *dummy* hari yang akan digunakan dalam analisis multivariat. *Dummy* hari yang digunakan adalah 1 untuk hari pertama perdagangan saham dengan *initial return* yang berbeda signifikan dibanding hari lain, dan 0 untuk hari pertama perdagangan saham yang lain.
2. Menghitung *initial return* dengan rumus (Ritter, 1991; serta Kenourgios, Papathanasiou, Melas, 2007):

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} \dots\dots\dots (22)$$

Keterangan :

$IR_i$  = *non adjuted initial return* saham i

$P_{i1}$  = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$P_{IPO}$  = Harga *IPO*

$$MAIR_i = IR_i - Rm_1 \dots\dots\dots (23)$$

Keterangan :

$MAIR_i$  = *market adjusted initial return* saham i

$Rm_1$  = market return pada hari pertama perdagangan saham IPO

3. Menghitung *Intotalassets*, *Insales*, *InAge*, *Inproceed* serta menentukan reputasi *underwriter* saham IPO.
4. Melakukan uji asumsi klasik.
  - a. Uji Normalitas Model.

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi, memiliki distribusi normal. Metode yang digunakan untuk menguji normalitas model adalah Kolmogorov-Smirnov *test*. Model dikatakan memiliki distribusi normal apabila p-value uji K-S lebih dari 5%.

- b. Uji Multikolinieritas.

Uji multikolinieritas menunjukkan adanya korelasi antara satu variabel independen dengan variabel independen lainnya, demikian juga apakah suatu variabel independen merupakan fungsi linier dari variabel independen lainnya. Dikatakan bebas multikolinieritas apabila nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* < 10. Jadi bila nilai *VIF* > 10 berarti terdapat kasus multikolinieritas.

- c. Uji Heteroskedastisitas.

Uji Heterokedastisitas bertujuan untuk melihat apakah varian residual dari seluruh pengamatan bersifat tetap. Hal ini dilakukan dengan melihat apakah terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain dalam model regresi. Jika varian dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas (Ghozali, 2005:69).

Salah satu alat yang dapat dipilih untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedastisitas adalah dengan uji *Speaman's Rho*. Pengujian ini



dilakukan dengan mengkorelasikan variabel-variabel independen dengan nilai residual dari persamaan regresi awal. Korelasi yang signifikan menunjukkan telah terjadi heteroskedastisitas.

5. Melakukan regresi dengan persamaan

$$MAIR = \beta_0 + \beta_1 D_{Selasa} + \beta_2 D_{Rabu} + \beta_3 D_{Kamis} + \beta_4 D_{Jumat} + \beta_5 TA + \beta_6 TS + \beta_7 PRC + \beta_8 AGE + \beta_9 REP + e \dots \dots \dots (24)$$

Keterangan:

*MAIR* = *Market Adjusted Initial Return*

$\beta_0$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7,$  = koefisien regresi

$\beta_8, \beta_9.$

*DSelasa* = *Dummy* hari Selasa; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Selasa, dan “0” untuk yang lain.

*DRabu* = *Dummy* hari Rabu; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Rabu, dan “0” untuk yang lain.

*DKamis* = *Dummy* hari Kamis; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Kamis, dan “0” untuk yang lain.

*DJumat* = *Dummy* hari Jumat; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Jumat, dan “0” untuk yang lain.

*TA* = Logaritma natural dari total aset

*TS* = Logaritma natural total penjualan

*AGE* = Logaritma natural umur perusahaan

*PRC* = Logaritma natural perolehan *IPO* (harga saham

*IPO* dikalikan jumlah saham yang dijual)

*REP* = Reputasi *underwriter*. Merupakan variabel *dummy* yang bernilai “1” untuk *underwriter* prestisius dan “0” untuk penjamin non prestisius.

6. Melakukan uji hipotesis ,dengan tahapan

a. Uji Parsial.

Uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini hanya uji regresi parsial (Uji t). Uji parsial dilakukan untuk mendeteksi apakah seluruh variabel independen dalam suatu persamaan regresi secara individu berpengaruh terhadap nilai variabel independen.

Hipotesis penelitian di atas selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_0 : \beta_1 = 0$  artinya, tidak terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *initial return*.

$H_1 : \beta_1 \neq 0$  artinya, terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *initial return*.

Tingkat signifikansi yang diharapkan adalah  $\alpha = 10\%$  atau *confidence interval* 90%. Apabila t hitung mempunyai nilai signifikansi lebih kecil daripada 0,10 maka  $H_a$  diterima. Begitu pula sebaliknya, apabila nilai signifikansi lebih dari 0,10 maka  $H_a$  ditolak.

b. Koefisien Determinasi (*adjusted R<sup>2</sup>*).

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* mengukur tingkat kemampuan model dalam menjelaskan variabilitas variabel dependen. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* menunjukkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan. Nilai koefisien determinasi bervariasi antara 0 dan 1. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* yang

kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen yang bernilai signifikans dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Koefisien determinasi dikatakan “lebih baik” kalau nilai *adjusted R<sup>2</sup>* semakin dekat dengan 1.

7. Melakukan *robustness check*

Uji ketahanan (*Robustness check*) bertujuan untuk menganalisis apakah variabel penelitian, baik yang menunjukkan pengaruh signifikan maupun tidak, tetap menunjukkan hal yang sama apabila terdapat perubahan sampel yang diamati. Robustness check dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 20010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*).

#### 4.4.4 Pengaruh hari pertama perdagangan saham terhadap *CAR36*

1. Menghitung *initial return* saham *IPO* dengan rumus (Ritter, 1991; Fama, 1998):

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} \dots\dots\dots (25)$$

Keterangan :

$IR_i$  = *non adjusted initial return* saham i

$P_{i1}$  = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

$P_{IPO}$  = Harga *IPO*

$$MAIR_i = \frac{P_{i1} - P_{IPO}}{P_{IPO}} - Rm_1 \dots\dots\dots (26)$$

Keterangan :

$MAIR_i$  = *market adjusted initial return* saham i

$Rm_1$  = *market return* pada hari pertama perdagangan saham *IPO*

2. Mengukur kinerja pasar jangka panjang saham *IPO* menggunakan metode *CAR36* bulan dengan rumus:

$$CAR36 = \sum_{t=1}^{36} AR_{it} \dots\dots\dots (27)$$

Keterangan:

$AR_{it}$  = tingkat pendapatan abnormal saham i pada periode t

$CAR36$  = tingkat pendapatan abnormal kumulatif bulan ke 36 pasca *first trading day*.

3. Menghitung *Intotalaset*, *Insales*, *InAge*, *Inproceed* serta menentukan reputasi *underwriter* saham *IPO*.
4. Melakukan uji asumsi klasik.
5. Melakukan regresi dengan persamaan

$$CAR36 = \beta_0 + \beta_1 D_{selasa} + \beta_2 D_{Rabu} + \beta_3 D_{Kamis} + \beta_4 D_{Jumat} + \beta_5 MAIR + \beta_6 TS + \beta_7 PRC + \beta_8 AGE + \beta_9 REP + \beta_{10} TA + e \dots\dots\dots (28)$$

Keterangan:

$CAR36$  = *Cumulative Abnormal return* sampai bulan ke 36

$\beta_0$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$  = koefisien regresi

$\beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}$ .

$D_{Selasa}$  = *Dummy* hari Selasa; bernilai "1" apabila *first*

*trading day* adalah Selasa, dan “0” untuk yang lain.

DRabu = *Dummy* hari Rabu; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Rabu, dan “0” untuk yang lain.

DKamis = *Dummy* hari Kamis; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Kamis, dan “0” untuk yang lain.

DJumat = *Dummy* hari Jumat; bernilai “1” apabila *first trading day* adalah Jumat, dan “0” untuk yang lain.

MAIR = *Market adjusted initial return*

TS = Logaritma natural total penjualan

AGE = Logaritma natural umur perusahaan

PRC = Logaritma natural perolehan *IPO* (harga saham *IPO* dikalikan jumlah saham yang dijual)

REP = Reputasi *underwriter*. Merupakan variabel *dummy* yang bernilai “1” untuk *underwriter* prestisius dan “0” untuk penjamin non prestisius.

TA = Logaritma natural dari total aset

## 6. Melakukan uji hipotesis ,dengan tahapan

### a. Uji Parsial.

Hipotesis penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

$H_{01} : \beta_1 = 0$  Artinya, tidak terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *CAR36*.

$H_{a1} : \beta_1 \neq 0$  Artinya, terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *CAR36*.

Tingkat signifikansi yang diharapkan adalah  $\alpha = 10\%$  atau *confidence interval* 90 %.

b. Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).

Nilai *adjusted*  $R^2$  mengukur tingkat kemampuan model dalam menjelaskan variabilitas variabel dependen. Nilai *adjusted*  $R^2$  menunjukkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang memiliki pengaruh signifikans. Nilai koefisien determinasi bervariasi antara 0 dan 1. Nilai *adjusted*  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen yang bernilai signifikans dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Koefisien determinasi dikatakan “lebih baik” kalau nilai *adjusted*  $R^2$  semakin dekat dengan 1.

7. Melakukan *robustness check*

Uji ketahanan (*Robustness check*) bertujuan untuk menganalisis apakah variabel penelitian, baik yang menunjukkan pengaruh signifikan maupun tidak, tetap menunjukkan hal yang sama apabila terdapat perubahan sampel yang diamati. Robustness check dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*).



## BAB V

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 5.1 Deskripsi Hasil Penelitian

Tabel 5.1 menunjukkan statistik deskriptif penelitian. Rabu merupakan hari yang paling sering dipilih sebagai *first trading day* (26% hari perdagangan pertama adalah Rabu) sedangkan Jumat adalah yang paling jarang. Penelitian terdahulu (Windijarto dan Nugroho, 2004) menemukan bahwa Rabu merupakan hari perdagangan dengan return yang lebih tinggi dibandingkan hari perdagangan lain. Rendahnya frekuensi Jumat sebagai *first trading day* terkait dengan jam perdagangan hari Jumat yang lebih pendek, yaitu hanya 4 jam dibandingkan 5 jam pada hari perdagangan yang lain.

*Underpricing*, yang diukur menggunakan *market adjusted initial return (MAIR)*, seluruh kegiatan *IPO* menunjukkan dispersi yang sangat lebar yaitu terendah -63,81% dan tertinggi 122,85%. Dispersi *MAIR* tertinggi terjadi pada hari perdagangan pertama Jumat yaitu 141,39% dengan standar deviasi 34,76%. Rata-rata *MAIR* selama periode pengamatan adalah 23,56%. Ditinjau berdasarkan hari perdagangan pertama saham, Jumat merupakan hari perdagangan pertama dengan rata-rata *MAIR* tertinggi (27,25%) dan Rabu adalah yang terendah (20,52%). Jumat juga merupakan hari perdagangan pertama dengan deviasi standar *MAIR* tertinggi yaitu 34,76%.

Rata-rata *Long-term market performance*, yang diukur menggunakan *CAR36*, untuk seluruh *IPO* adalah 2,49%. *CAR36* terendah dan tertinggi adalah -203,60% dan 333,57% yang merupakan kinerja 36 bulan saham *IPO* dengan hari

perdagangan pertama Rabu. Hal ini menjadikan Rabu sebagai hari perdagangan pertama dengan dispersi *CAR36* tertinggi. Hari Rabu juga merupakan hari perdagangan pertama yang menghasilkan rata-rata kinerja pasar 36 bulan yang paling rendah yaitu -23,87%. Tidak seluruh hari perdagangan pertama menghasilkan *CAR36* negatif. Hari perdagangan pertama Senin, Selasa, dan Jumat menghasilkan *CAR36* positif. Kondisi ini yang mengakibatkan secara keseluruhan rata-rata *CAR36* positif. Deviasi standar *CAR36* tertinggi adalah untuk *IPO* dengan Jumat sebagai hari perdagangan pertama.

Tabel 5.1.  
Statistik Deskriptif

|                               |           | <i>N</i> | <i>Mean</i> | <i>Std. Deviation</i> | <i>Minimum</i> | <i>Maximum</i> |
|-------------------------------|-----------|----------|-------------|-----------------------|----------------|----------------|
| <i>MAIR</i>                   | Senin     | 33       | 25,340      | 27,280                | -26,820        | 71,680         |
|                               | Selasa    | 28       | 21,733      | 32,965                | -63,810        | 71,080         |
|                               | Rabu      | 39       | 20,524      | 29,360                | -21,090        | 70,390         |
|                               | Kamis     | 30       | 24,682      | 28,662                | -11,100        | 108,820        |
|                               | Jumat     | 21       | 27,249      | 34,762                | -18,540        | 122,850        |
|                               | Semua IPO | 151      | 23,562      | 29,976                | -63,810        | 122,850        |
| <i>CAR36</i>                  | Senin     | 33       | 14,915      | 94,852                | -168,811       | 294,673        |
|                               | Selasa    | 28       | 29,520      | 76,181                | -114,102       | 233,227        |
|                               | Rabu      | 39       | -23,874     | 96,844                | -203,603       | 333,573        |
|                               | Kamis     | 30       | -13,350     | 85,722                | -175,023       | 282,776        |
|                               | Jumat     | 21       | 18,505      | 109,088               | -142,926       | 247,041        |
|                               | Semua IPO | 151      | 2,488       | 93,725                | -203,603       | 333,573        |
| <i>Reputasi UW</i>            |           | 151      | 0,616       | 0,488                 | 0,00           | 1,00           |
| <i>TASET (juta rupiah)</i>    |           | 151      | 3116430,10  | 6026521,05            | 34820,00       | 44992000,00    |
| <i>TSALE (juta rupiah)</i>    |           | 151      | 1513067,98  | 2909330,78            | 2942,00        | 17860373,00    |
| <i>PROCEEDS (juta rupiah)</i> |           | 151      | 730770,58   | 1338602,10            | 22500,00       | 12253264,00    |
| <i>AGE (Tahun)</i>            |           | 151      | 19,84       | 14,04                 | 1,10           | 90,42          |

Sumber: Output SPSS

Penjamin emisi prestisius melakukan penjaminan emisi bagi 61,59% *IPO* periode 2006-2013. Terdapat dispersi yang lebar pada karakteristik perusahaan *IPO*. Rata-rata aset emiten sebelum melakukan *IPO* adalah 3,116 triliun rupiah

dengan nilai aset terendah 34,82 miliar rupiah dan tertinggi 44,99 triliun rupiah serta deviasi standar 6,03 triliun rupiah. Rata-rata penjualan emiten pra *IPO* adalah 1,51 triliun rupiah. Nilai penjualan terendah adalah 2,9 miliar dan tertinggi 17,86 triliun rupiah dengan deviasi standar 2,9 triliun rupiah. Rata-rata umur perusahaan pada saat melaksanakan *IPO* adalah 19,84 tahun. Perusahaan termuda pada saat *IPO* berumur 1,1 tahun dan tertua 90,42 tahun, dengan deviasi 14,04 tahun. Tingginya keragaman karakteristik emiten *IPO* mengakibatkan dispersi dana yang dihimpun pada kegiatan *IPO* (*proceeds*) yang tinggi pula. Meskipun rata-rata *proceeds* adalah 730,77 miliar rupiah, namun terendah hanyalah 22,5 miliar. *Proceeds* tertinggi adalah 12,25 triliun, dan standar deviasi *proceeds* 1,3 triliun rupiah. Keragaman karakteristik emiten *IPO* menunjukkan tingginya daya tarik pasar modal Indonesia bagi aktivitas penghimpunan dana yang merupakan hasil dari kebijakan Paket Desember 1987 yang mengatur tentang penyederhanaan proses emisi dan membuka kesempatan yang lebih luas bagi investor asing untuk berinvestasi di pasar modal.

Korelasi antar variabel dapat dilihat pada Tabel 5.2. Terdapat korelasi negatif yang signifikan antara *underpricing* dengan reputasi penjamin emisi dan umur perusahaan. Hubungan antar variabel yang teramati tersebut telah sesuai dengan hasil kajian terdahulu tentang reputasi penjamin emisi (Carter dan Manaster, 1990) dan umur sebagai proksi risiko (Ritter, 1984). Penelitian ini tidak menemukan korelasi antara *underpricing* dengan hari perdagangan pertama. Kondisi ini berbeda dengan temuan di Amerika (Jones dan Ligon, 2009). Berbeda dengan *underpricing*, hasil justru menunjukkan terdapat hubungan negatif antara *long-term market performance* dengan hari perdagangan pertama Rabu. Hal ini mengindikasikan terjadinya *CAR36* negatif untuk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu. Tabel korelasi juga menunjukkan korelasi negatif

antara reputasi *underwriter* dengan hari perdagangan pertama Rabu. Hal ini menunjukkan terdapat kecenderungan penjamin emisi prestisius menghindari Rabu sebagai hari perdagangan pertama saham *IPO* yang mereka jamin. Terdapat pula hubungan positif antara hari perdagangan pertama Kamis dengan penjualan, yang berarti bahwa perusahaan dengan tingkat penjualan pra *IPO* yang tinggi cenderung memilih Kamis sebagai hari perdagangan pertama penjualan saham mereka. Tabel korelasi juga mengindikasikan kecenderungan penjamin emisi prestisius untuk melakukan penjaminan terhadap emisi saham perusahaan berukuran besar yang ditandai dengan: jumlah aset dan penjualan periode sebelum *IPO* yang tinggi serta *proceeds* yang tinggi pula.

#### 5.1.1 *Underpricing*

Tabel 5.3. menunjukkan deskripsi *underpricing* yang diukur menggunakan *MAIR* pada *IPO* periode 2006-2013. Rata-rata *MAIR* sebesar 23,56% dengan t statistik 9,66 menunjukkan bahwa saham *IPO* di Indonesia mengalami *underpricing*. Temuan ini tidak berbeda dengan temuan penelitian baik di Indonesia (Meidiaswati, 2008; Emasari dan Tamara, 2010) maupun luar negeri (Rock, 1986; Loughran dan Ritter, 2004; Tian, 2011; Butler et al., 2014 ). Sebaran *MAIR* selama periode pengamatan sangat lebar. *MAIR* terendah (-63,81%) merupakan produk *IPO* PT Bank Windu Kentjana International Tbk. pada tahun 2007. Kondisi ini sangat berbeda dengan *IPO* PT Indopoly Swakarsa Industry Tbk. pada tahun 2010 yang menghasilkan *MAIR* tertinggi, yaitu 122,85%.

Tabel 5.2.  
Pearson Correlation

|              | <i>MAIR</i> | <i>CAR36</i> | <i>Dmon</i> | <i>Dtue</i> | <i>Dwed</i> | <i>Dthu</i> | <i>Dfri</i> | <i>REP</i> | <i>TA</i> | <i>TS</i> | <i>PRC</i> | <i>AGE</i> |
|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| <i>MAIR</i>  | 1,000       | 0,036        | 0,031       | -0,029      | -0,060      | 0,019       | 0,050       | -0,185*    | -0,039    | -0,114    | -0,092     | -0,203*    |
| <i>CAR36</i> |             | 1,000        | 0,070       | 0,138       | -0,167*     | -0,084      | 0,069       | 0,054      | 0,034     | -0,011    | -0,010     | -0,058     |
| <i>Dmon</i>  |             |              | 1,000       | -0,252**    | -0,312**    | -0,263**    | -0,213**    | 0,121      | -0,027    | -0,154    | -0,080     | 0,023      |
| <i>Dtue</i>  |             |              |             | 1,000       | -0,282**    | -0,238**    | -0,192*     | 0,026      | -0,123    | -0,067    | -0,079     | -0,039     |
| <i>Dwed</i>  |             |              |             |             | 1,000       | -0,294**    | -0,237**    | -0,161*    | -0,046    | 0,090     | 0,075      | -0,019     |
| <i>Dthu</i>  |             |              |             |             |             | 1,000       | -0,200*     | 0,018      | 0,268**   | 0,111     | 0,082      | -0,047     |
| <i>Dfri</i>  |             |              |             |             |             |             | 1,000       | 0,003      | -0,080    | 0,018     | -0,006     | 0,094      |
| <i>REP</i>   |             |              |             |             |             |             |             | 1,000      | 0,250**   | 0,230**   | 0,323**    | 0,119      |
| <i>TA</i>    |             |              |             |             |             |             |             |            | 1,000     | 0,465**   | 0,412**    | 0,261**    |
| <i>TS</i>    |             |              |             |             |             |             |             |            |           | 1,000     | 0,644**    | 0,178*     |
| <i>PRC</i>   |             |              |             |             |             |             |             |            |           |           | 1,000      | -0,020     |
| <i>AGE</i>   |             |              |             |             |             |             |             |            |           |           |            | 1,000      |

Sumber: Output SPSS

Catatan: \*, \*\* menunjukkan signifikansi pada 5% dan 1%, secara berturutan.

Tahun dengan rata-rata *MAIR* terendah adalah 2011 (8,22%) disusul 2009 (12,25%). Rendahnya *MAIR* kedua periode ini tidak lepas dari krisis finansial yang melanda Indonesia yaitu pada akhir 2008 dan tahun 2011. Dapat diamati pula bahwa *MAIR* tertinggi pada kedua tahun tersebut adalah lebih rendah dibanding *MAIR* tertinggi tahun-tahun yang lain. Tahun 2009 juga ditandai dengan rendahnya animo perusahaan melakukan *IPO*.

Terdapat dua tahun tidak terdapat *MAIR* negatif, yaitu 2010 dan 2012. *MAIR* terendah tahun 2010 adalah 0,35% (PT Elang Mahkota Teknologi Tbk.) dan pada 2012 adalah 0,01% (PT Baramulti Suksessarana Tbk.). Ketiadaan *MAIR* negatif tersebut dapat disebabkan karena membaiknya perekonomian pada kedua tahun atau sebagai faktor untuk meningkatkan minat berinvestasi setelah pada tahun sebelumnya terjadi penurunan rata-rata *MAIR*, yaitu 25,25 pada 2009 dan 8,22 pada 2011.

Tabel 5.3  
Deskripsi *MAIR*

|      |       | Jumlah<br>IPO | N   | Mean     | Std.<br>Deviation | Minimum | Maximum |
|------|-------|---------------|-----|----------|-------------------|---------|---------|
| MAIR | 2006  | 11            | 9   | 29,58222 | 28,031897         | -13,980 | 70,370  |
|      | 2007  | 25            | 22  | 33,15909 | 37,803304         | -63,810 | 91,920  |
|      | 2008  | 18            | 15  | 29,52267 | 30,720531         | -15,980 | 71,470  |
|      | 2009  | 12            | 9   | 12,25444 | 27,070647         | -18,420 | 55,960  |
|      | 2010  | 24            | 20  | 39,31200 | 34,786324         | ,350    | 122,850 |
|      | 2011  | 25            | 25  | 8,22440  | 20,614357         | -26,820 | 53,370  |
|      | 2012  | 22            | 21  | 26,36333 | 22,939050         | ,010    | 69,610  |
|      | 2013  | 30            | 30  | 15,45367 | 25,385133         | -21,090 | 71,680  |
|      | Total | 167           | 151 | 23,56265 | 29,976673         | -63,810 | 122,850 |

Sumber: Output SPSS

### 5.1.2 Long-term Market Performance

Tabel 5.4 mendeskripsikan *long-term market performance* yang diukur menggunakan *CAR36* pada *IPO* periode 2006-2013. Rata-rata *CAR36* adalah



2,49% dengan standar deviasi 93,73%. *CAR36* terendah adalah -203,60% merupakan hasil *IPO* PT Logindo Samudramakmur Tbk. pada tahun 2013. *CAR36* tertinggi (333,57%) dihasilkan oleh PT Trada Maritime Tbk., yang melakukan *IPO* pada September 2008.

Tahun dengan rata-rata *CAR36* terendah adalah 2006 (-38,90%). Rata-rata *CAR36* tertinggi adalah produk *IPO* tahun 2008 dan 2009, yaitu sebesar 56,52% dan 63,27%. Rata-rata *CAR36* kedua tahun tersebut adalah capaian yang sangat tinggi bahkan bila dibandingkan dengan rata-rata *CAR36* tahunan dinegara lain. Hal ini mengindikasikan pada kondisi krisis terdapat kecenderungan saham *IPO* mengalami *undervalued*.

Tabel 5.4  
Deskripsi *CAR36*

|       | Jumlah<br>IPO | <i>N</i> | <i>Mean</i> | <i>Std.<br/>Deviation</i> | <i>Minimum</i> | <i>Maximum</i> |         |
|-------|---------------|----------|-------------|---------------------------|----------------|----------------|---------|
| CAR36 | 2006          | 11       | 9           | -38,89633                 | 62,256084      | -132,575       | 96,892  |
|       | 2007          | 25       | 22          | -21,14350                 | 88,205160      | -175,023       | 204,704 |
|       | 2008          | 18       | 15          | 56,52780                  | 122,175843     | -168,811       | 333,573 |
|       | 2009          | 12       | 9           | 63,27222                  | 118,535687     | -67,135        | 282,776 |
|       | 2010          | 24       | 20          | 14,16190                  | 96,216730      | -100,275       | 294,673 |
|       | 2011          | 25       | 25          | -9,58860                  | 68,332854      | -138,056       | 102,914 |
|       | 2012          | 22       | 21          | 5,82152                   | 89,700776      | -121,651       | 219,768 |
|       | 2013          | 30       | 30          | -13,07050                 | 89,904560      | -203,603       | 247,041 |
|       | Total         | 167      | 151         | 2,48876                   | 93,725971      | -203,603       | 333,573 |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.5 Menunjukkan perkembangan *cumulative average abnormal return* selama 36 (*CAAR36*) bulan pasca hari perdagangan pertama saham *IPO*. Pada Tabel 5.5 tampak bahwa pada awalnya (yaitu hingga bulan ke-12) *CAAR* mengalami kecenderungan naik dengan nilai t statistik yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam waktu 12 bulan pasca diperdagangkan pertama kali, secara rata-rata *return* saham *IPO* lebih tinggi secara signifikan dibandingkan

*return* pasar, atau saham *IPO outperform* terhadap pasar. Pasca bulan ke-lima belas terjadi penurunan rata-rata *abnormal return* saham *IPO* yang mengakibatkan *CAAR* pasca bulan ke-12 mengalami penurunan dan berlanjut hingga periode 36 bulan. Dengan demikian, saham *IPO* hanya *outperform* hingga bulan ke-12. Temuan ini berbeda dengan kajian *long-term market performance* di negara lain. Hasil kajian di negara-negara maju seperti Amerika, Kanada, Inggris, China (Ritter, 1991; Espenlaub et al., 2000; Loughran dan Ritter, 2004; Su dan Bangassa, 2011) menunjukkan bahwa saham *IPO* mengalami *underperform* dibandingkan pasar hingga bulan ke-36, bahkan bulan ke-60. Hasil kajian di Malaysia dan Jepang (Ahmad-Zaluki, 2007; Nielsen et al., 2015) justru menunjukkan bahwa saham *IPO outperform* dibanding pasar hingga bulan ke-36.

Tabel 5.5  
*Cumulative Average Abnormal Returns pada IPO periode 2006-2013*

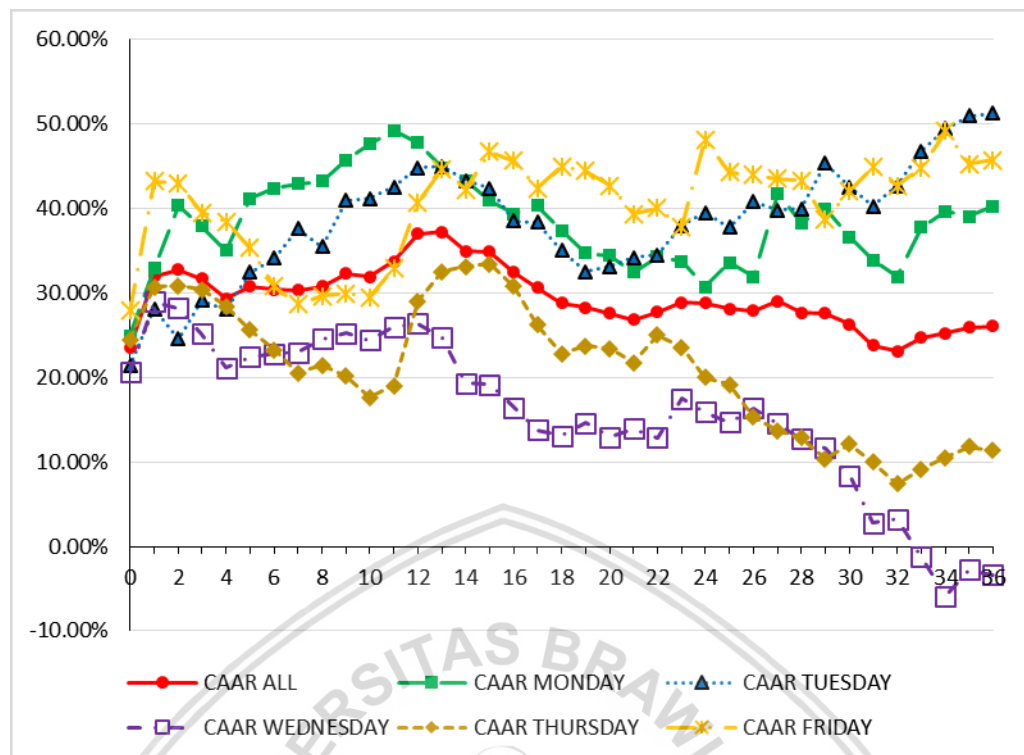
| <i>Month after IPO</i> | <i>Mean</i> | <i>t-stat</i> |
|------------------------|-------------|---------------|
| 3                      | 8,1548      | 2,255         |
| 6                      | 6,8489      | 1,579         |
| 9                      | 8,7153      | 1,701         |
| 12                     | 13,4612     | 2,429         |
| 15                     | 11,3419     | 1,873         |
| 18                     | 5,2658      | 0,860         |
| 21                     | 3,2630      | 0,502         |
| 24                     | 5,2568      | 0,756         |
| 27                     | 5,4782      | 0,764         |
| 30                     | 2,7656      | 0,369         |
| 33                     | 1,1208      | 0,147         |
| 36                     | 2,4891      | 0,326         |

Sumber: Output SPSS

Sebaran rata-rata *MAIR* dan *CAAR* berdasarkan hari perdagangan pertama saham *IPO* dapat dilihat pada Gambar 5.1. Tidak terdapat perbedaan yang berarti pada rata-rata *MAIR* produk hari perdagangan pertama yang

berbeda *IPO* dengan hari perdagangan pertama Jumat menghasilkan rata-rata *MAIR* tertinggi, yaitu 27,25%. Hari perdagangan pertama Senin dan Kamis menghasilkan rata-rata *MAIR* lebih tinggi rata-rata *MAIR* seluruh *IPO* (23,56%), yaitu 25,34% dan 24,68%. Dua hari perdagangan pertama yang lain menghasilkan *MAIR* lebih rendah dibandingkan rata-rata *MAIR* seluruh *IPO* (23,56%) yaitu: Selasa (21,73%) dan Rabu (20,52%).

Tinjauan terhadap *CAAR36* menunjukkan hasil yang relatif terpolarisasi. Saham *IPO* dengan hari perdagangan pertama Senin, Selasa, dan Jumat menghasilkan *CAAR* yang cenderung meningkat, dan karenanya *outperform* terhadap pasar. Disisi lain saham *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu dan Kamis menunjukkan gejala *underperform* terhadap pasar. Kinerja jangka panjang yang paling baik adalah produk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Selasa dengan *CAAR36* 29,52% (t-stat 1,94). *CAAR36* terburuk adalah produk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu, yaitu -23,87% (t-stat -1,765). Kedua *CAAR36* tersebut berbeda secara signifikan dengan *CAAR36* seluruh *IPO*. *IPO* dengan hari perdagangan pertama Jumat dan Senin meskipun menghasilkan *CAAR36* yang lebih tinggi dibanding *CAAR36* seluruh *IPO*, yaitu 18,51% (t-stat 0,797) dan 14,92% (t-stat 0,705), namun perbedaan yang terjadi tidak signifikan. Demikian pula *CAAR36* hari perdagangan pertama Kamis yaitu -13,35% (t-stat -0,955) tidak berbeda secara signifikan dengan *CAAR36* seluruh *IPO*.



Gambar 5.1  
MAIR dan CAAR Menurut Hari Perdagangan Pertama

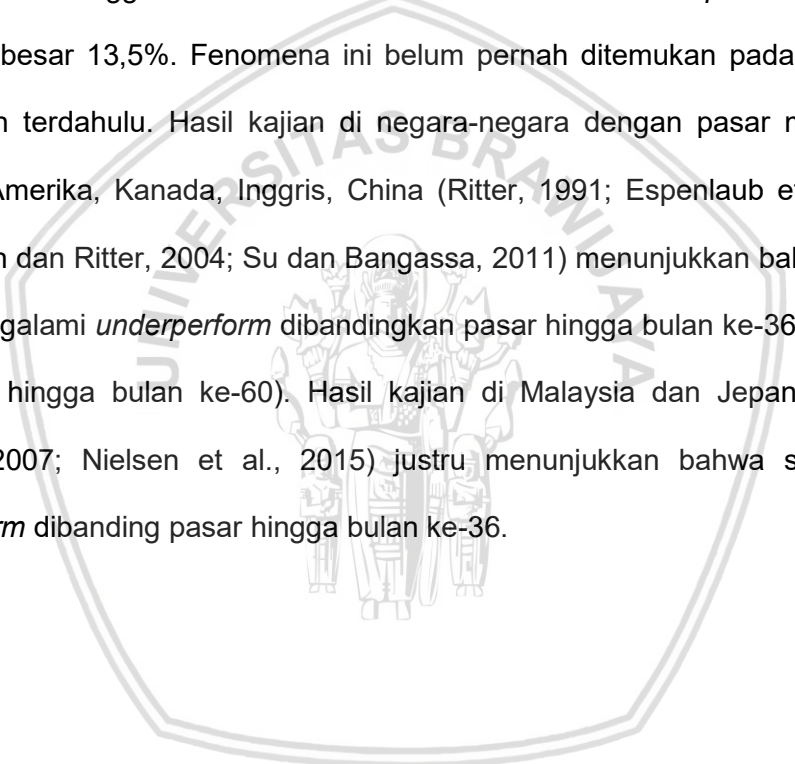
Pasar Modal Indonesia cenderung kurang berkembang dibanding pasar modal dinegara lain, bahkan di wilayah ASEAN. Didirikan pada tahun 2005, pasar modal Vietnam telah mencatatkan 678 emiten pada 2013 (sumber: The Wall Street Journal, April 16, 2014), sementara Laporan Tahunan Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 menyatakan jumlah emiten adalah 483 perusahaan. Sementara rata-rata jumlah IPO tahunan periode 2004-2006 di India adalah 40 perusahaan (Pande dan Vaidyanathan, 2006). Rendahnya jumlah IPO di Indonesia dipengaruhi oleh masih rendahnya kepercayaan masyarakat Indonesia terhadap pasar modal demikian pula rendahnya kecenderungan investasi (*investment mindedness*) (Meidiaswati, 2017). Karakteristik ini berakibat pada rendahnya jumlah investor, dimana investor institusional mendominasi pasar. Emiten di Indonesia, karenanya, berhadapan dengan risiko pasar yang

disebabkan oleh tindakan investor institusional (misalnya penurunan harga yang signifikan, atau kepemilikan saham investor institusional yang cukup tinggi). Kondisi ini menjadi demotivator emiten untuk melaksanakan penawaran saham perdana. Preferensi pemenuhan kebutuhan dana jangka panjang adalah melalui hutang bank. Kondisi ini nampak pada sedikitnya jumlah IPO periode 2006-2013 yaitu 166 kali. Hingga tahun 2010 frekuensi IPO tertinggi adalah pada 2007 yaitu sejumlah 25 emiten. Hal ini tidak lepas dari prospek perekonomian Indonesia yang dibandang sangat bagus hingga 2007. Pada pertengahan 2008 hingga 2009 Indonesia terkena dampak krisis ekonomi global. Krisis yang terjadi menekan minat emiten yang mengakibatkan pada 2009 hanya terdapat 12 IPO.

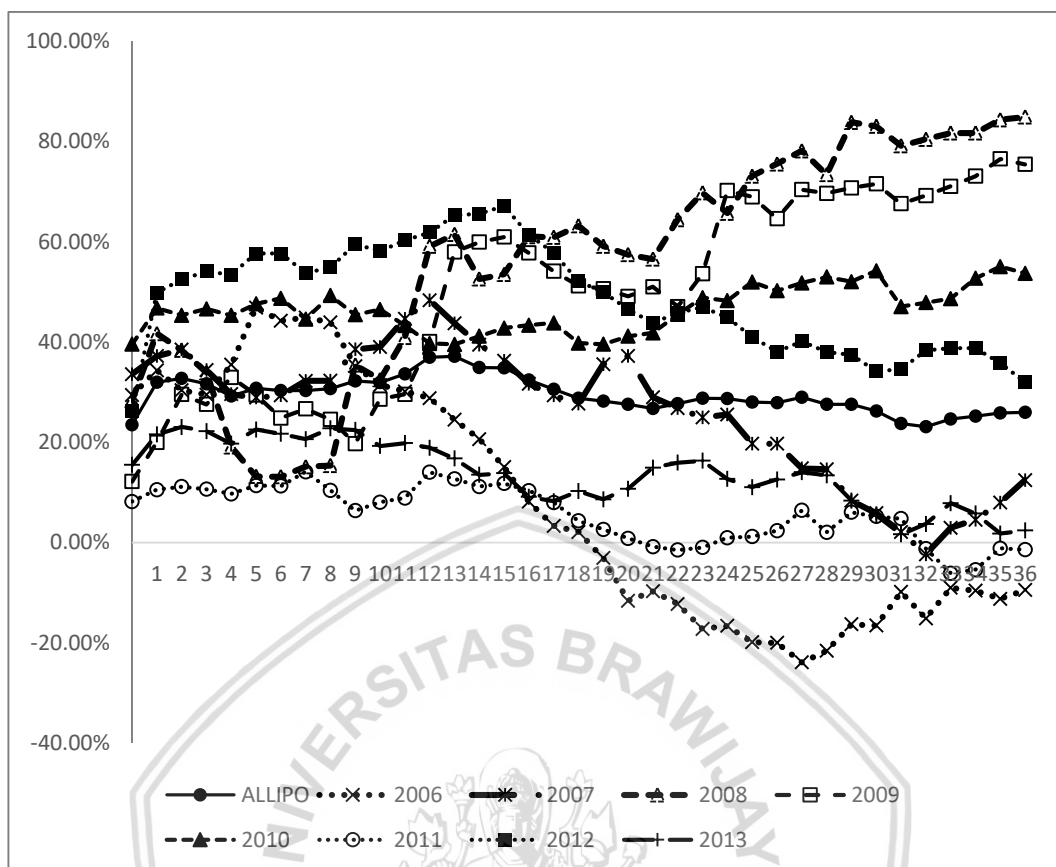
Terdapat beberapa fenomena unik pada IPO di Indonesia. Yang pertama adalah, kecenderungan Rabu sebagai hari perdagangan pertama saham bagi IPO yang dijamin oleh *underwriter* bereputasi rendah. Analisis korelasi pada tabel 5.2 menunjukkan hubungan negatif antara Rabu dengan reputasi penjamin emisi. Hal ini berarti terdapat kecenderungan penjamin emisi bereputasi rendah menentukan Rabu sebagai hari pertama perdagangan saham. Tabel korelasi juga menunjukkan hubungan positif antara reputasi penjamin emisi dengan kualitas emiten sebagaimana direpresentasikan oleh nilai aset, penjualan, dan umur. Dapat disimpulkan bahwa IPO dengan hari perdagangan pertama Rabu pada dasarnya dilakukan oleh perusahaan berkualitas rendah yang dijamin oleh *underwriter non reputable*. Pemilihan Rabu sebagai hari perdagangan pertama dilakukan untuk memanfaatkan momentum pasar yang menunjukkan rata-rata *returns* hari perdagangan reguler Rabu yang lebih tinggi dibanding hari perdagangan reguler yang lain (Windijarto dan Sasikirono, 2004). Dampak dari strategi ini adalah terciptanya deviasi *initial returns* yang relatif rendah. Tabel 5.1 menunjukkan rentang *MAIR* hari perdagangan Rabu sebesar 90% dibandingkan dengan hari Kamis sebesar 129% dan Jumat sebesar 140%. Dalam jangka

panjang, strategi ini berdampak buruk bagi investor. Rata-rata *CAR36* bagi *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu adalah terendah, yaitu -23,9%, dengan dispersi yang sangat besar (537%). Dispersi *CAR36* (yaitu selisih *CAR36* tertinggi dan terendah) hari perdagangan pertama Rabu jauh lebih besar dibanding dispersi produk hari Kamis (457%) dan Jumat (389%).

*IPO* di Indonesia juga memperlihatkan kecenderungan *outperform*-nya kinerja pasar hingga tahun pertama pasca perdagangan pertama. Tabel 5.5 menunjukkan hingga bulan kedua belas saham-saham *IPO outperform* dibanding pasar sebesar 13,5%. Fenomena ini belum pernah ditemukan pada penelitian-penelitian terdahulu. Hasil kajian di negara-negara dengan pasar modal maju seperti Amerika, Kanada, Inggris, China (Ritter, 1991; Espenlaub et al., 2000; Loughran dan Ritter, 2004; Su dan Bangassa, 2011) menunjukkan bahwa saham *IPO* mengalami *underperform* dibandingkan pasar hingga bulan ke-36 (bahkan di Amerika hingga bulan ke-60). Hasil kajian di Malaysia dan Jepang (Ahmad-Zaluki, 2007; Nielsen et al., 2015) justru menunjukkan bahwa saham *IPO outperform* dibanding pasar hingga bulan ke-36.







Gambar 5.2  
MAIR dan CAAR Menurut Tahun IPO

Gambar 5.1 menunjukkan bahwa pada setiap hari perdagangan pertama nilai *cummulative average abnormal return* (CAAR) yang meningkat hingga bulan kedua belas, dimana gerakan CAAR pasca bulan ke dua belas untuk selanjutnya berbeda-beda untuk setiap hari perdagangan pertama. Gambar 5.2 lebih memperjelas pola CAAR hingga bulan ke 12 yang cenderung lebih tinggi dibanding MAIR, dilanjutkan dengan *drift* (pergerakan bebas) hingga bulan ke 36 yang berbeda untuk setiap tahun IPO. Terdapat perbedaan pada *drift* CAAR pasca bulan ke 12. Beberapa *drift* menunjukkan kecenderungan tertentu, sementara yang lain tidak. *Drift* dengan kecenderungan meningkat diperlihatkan pada pergerakan CAAR hingga bulan ke 36 dari IPO yang terjadi tahun 2008 dan 2009 (Gambar 5.2). *Drift* dengan kecenderungan turun diperlihatkan pada

pergerakan CAAR dari IPO tahun 2007 dan IPO produk hari perdagangan pertama Rabu (gambar 5.1). *Drift* dengan kecenderungan tertentu menunjukkan koreksi pasar terhadap peristiwa yang terjadi disekitar IPO. Kecenderungan peningkatan CAAR pasca bulan ke 12 dari IPO tahun 2008 dan 2009 menunjukkan bahwa pada tahun-tahun terjadinya krisis ekonomi saham IPO cenderung *undervalued*. Kondisi ekonomi yang buruk mendorong emiten dan *underwriter* menjual saham IPO di bawah nilai intrinsiknya. Sementara tahun 2007 adalah tahun dimana Indonesia dipandang sebagai negara dengan prospek ekonomi yang sangat baik. Optimisme pasar mendorong harga saham IPO pada tahun tersebut cenderung *overvalued*. Hal ini mengarah pada koreksi dengan kecenderungan menurun pasca bulan ke 12. Kecenderungan penurunan CAAR produk IPO hari Rabu pasca bulan ke 12 disebabkan karena kualitas *underwriter* dan emiten hari perdagangan pertama Rabu yang buruk (sebagaimana dijelaskan pada bagian sebelumnya). Dalam konteks penjelasan drift pasca bulan ke 12 ini, maka kecenderungan pergerakan positif CAAR hingga bulan ke 12 (*outperform*-nya saham IPO) dapat dipandang sebagai aktivitas *market maker* (dalam hal ini adalah investor institusional besar yang umumnya terafiliasi dengan *underwriter*) untuk mempertahankan minat investor umum terhadap pasar perdana. Dengan memberikan *reward* positif pada saham IPO maka investor pasar perdana cenderung tidak dirugikan. Hal ini perlu dilakukan terkait dengan tingkat kepercayaan masyarakat yang rendah terhadap pasar modal. Kinerja pasar saham IPO yang memburuk dalam jangka pendek akan semakin menjatuhkan tingkat kepercayaan tersebut.

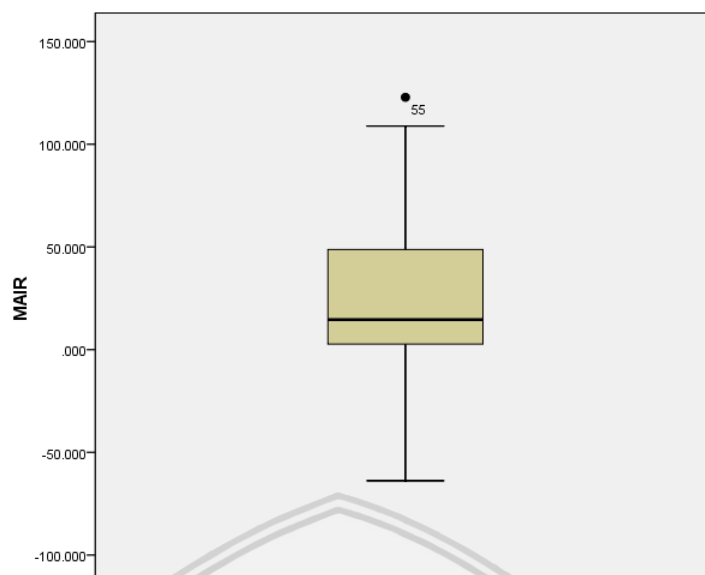
## 5.2 Analisis dan Hasil Penelitian

### 5.2.1 Uji Beda *Underpricing*

#### 5.2.1.1 Pengujian Asumsi

Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan *underpricing* hari perdagangan pertama yang satu dengan lainnya, dilakukan uji beda dengan *One Way Anova metode Planned Comparison*. Terdapat tiga asumsi yang harus dipenuhi sebelum uji *Anova* dapat dilakukan, yaitu: 1) tidak terdapat nilai ekstrem, 2) data terdistribusi secara normal, dan 3) homogenitas varians. Uji terhadap nilai ekstrem dilakukan menggunakan metode *boxplot*. *Boxplot* merupakan gambar atau diagram yang menggambarkan ringkasan data penelitian. Secara grafis *boxplot* menunjukkan median, kuartil, dan nilai-nilai ekstrem. Kotak pada *boxplot* diagram menggambarkan sebaran kuartil 1 hingga 3 atau biasa disebut sebagai *interquartile* (IQ), yang merepresntasikan setidaknya 50% dari data. *Boxplot* membedakan data *outlier* dengan ekstrem. Data *outlier* adalah data yang berada diantara 1,5 hingga 3 kali *interquartile*, sedangkan data ekstrem berada lebih dari 3 kali *interquartile*. Pengikhtisaran data *market adjusted initial return* kedalam diagram *boxplot* tampak pada Gambar 5.3. Berdasarkan diagram *boxplot* tampak keberadaan data *outlier*, yaitu data nomor 55 (PT Indopoly Swakarsa Industri Tbk.). Meskipun demikian data tersebut masih berada lebih rendah dibandingkan 3 kali *interquartile* dan karenanya tidak termasuk dalam data ekstrem. Dengan demikian tidak ditemukan data ekstrem pada *MAIR*.

Asumsi kedua mensyaratkan data untuk *Anova* terdistribusi secara normal. Uji normalitas data dilakukan menggunakan metode *skewness* dan *kurtosis*. Data dikatakan berdistribusi normal apabila memiliki *skewness* dan *kurtosis* diantara -1,5 dan +1,5 (Tabachnick dan Fidell, 2013). Hasil uji normalitas tampak pada Tabel 5.6 Nilai *Skewness* dan *Kurtosis* berada diantara ambang penerimaan dan karenanya dapat disimpulkan data terdistribusi normal.



Gambar 5.3  
Diagram *Boxplot* Data *MAIR*

Tabel 5.6  
*One Way ANOVA*  
Statistik Normalitas

|                               |                | <i>MAIR</i> |
|-------------------------------|----------------|-------------|
| <i>N</i>                      | <i>Valid</i>   | 151         |
|                               | <i>Missing</i> | 0           |
| <i>Mean</i>                   |                | 23,562      |
| <i>Skewness</i>               |                | 0,553       |
| <i>Std. Error of Skewness</i> |                | 0,197       |
| <i>Kurtosis</i>               |                | 0,200       |
| <i>Std. Error of Kurtosis</i> |                | 0,392       |

Sumber: Output SPSS

Asumsi ketiga mensyaratkan varians data yang homogen. Tes homogenitas dilakukan menggunakan uji *Lavene's test*. Hasil pengujian pada *MAIR* menunjukkan p value di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa varians data bersifat homogen.

Tabel 5.7  
Tes Homogenitas Varians

| Var  | Levene Statistic | df1 | df2 | Sig.  |
|------|------------------|-----|-----|-------|
| MAIR | 0,535            | 4   | 146 | 0,710 |

Sumber: Output SPSS

#### 5.2.1.2 ANOVA Metode *Planned Contrast*

*One way anova metode planned contrast* mensyaratkan pernyataan tentang variabel yang dibandingkan. Penelitian ini bertujuan untuk menemukan terdapatnya perbedaan MAIR produk hari perdagangan pertama yang berbeda. Dalam hal ini akan dibandingkan apakah rata-rata MAIR hari perdagangan pertama tertentu berbeda dengan hari-hari yang lain. Tabel 5.8 menunjukkan perbandingan yang dimaksud, dengan penjelasan:

- Kontras 1 bertujuan untuk menemukan apakah rata-rata MAIR hari perdagangan pertama Senin berbeda dengan rata-rata MAIR hari perdagangan pertama yang lain (Selasa hingga Jumat),
- Kontras 2 bertujuan menemukan apakah rata-rata MAIR hari perdagangan pertama Selasa berbeda dengan rata-rata MAIR hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Rabu, Kamis, dan Jumat),
- Kontras 3 bertujuan menemukan apakah rata-rata MAIR perdagangan pertama Rabu berbeda dengan rata-rata MAIR hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Kamis, dan Jumat),
- Kontras 4 bertujuan menemukan apakah rata-rata MAIR perdagangan pertama Kamis berbeda dengan rata-rata MAIR hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Rabu, dan Jumat),
- Kontras 5 bertujuan menemukan apakah rata-rata MAIR perdagangan pertama Jumat berbeda dengan rata-rata MAIR hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Rabu, dan Kamis).

Tabel 5.8  
Tabel Pembandingan

| Kontras | Group |        |      |       |       |
|---------|-------|--------|------|-------|-------|
|         | Senin | Selasa | Rabu | Kamis | Jumat |
| 1       | 4     | -1     | -1   | -1    | -1    |
| 2       | -1    | 4      | -1   | -1    | -1    |
| 3       | -1    | -1     | 4    | -1    | -1    |
| 4       | -1    | -1     | -1   | 4     | -1    |
| 5       | -1    | -1     | -1   | -1    | 4     |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.9  
Hasil Tes Kontras *MAIR*

|  | Kontras | <i>Value of Contrast</i> | <i>Std. Error</i> | <i>t</i> | <i>df</i> | <i>Sig. (2-tailed)</i> |
|--|---------|--------------------------|-------------------|----------|-----------|------------------------|
| <b>Assume equal variances</b>          | 1       | 8,312                    | 24,115            | 0,345    | 144       | 0,731                  |
|  | 2       | -9,720                   | 25,624            | -0,379   | 144       | 0,705                  |
|  | 3       | -17,140                  | 22,940            | -0,747   | 144       | 0,456                  |
|  | 4       | ,692                     | 25,289            | 0,027    | 144       | 0,978                  |
|  | 5       | 17,857                   | 28,665            | 0,623    | 144       | 0,534                  |
| <b>Does not assume equal variances</b> | 1       | 8,312                    | 22,559            | 0,368    | 59,770    | 0,714                  |
|  | 2       | -9,720                   | 27,438            | -0,354   | 39,067    | 0,725                  |
|  | 3       | -17,140                  | 22,780            | -0,752   | 67,386    | 0,454                  |
|  | 4       | ,692                     | 24,469            | 0,028    | 46,569    | 0,978                  |
|  | 5       | 17,857                   | 32,153            | 0,555    | 25,148    | 0,584                  |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.9 Menunjukkan hasil tes kontras pada *MAIR*. Karena *Lavene's test* menunjukkan bahwa varians data homogen, maka hasil yang diamati adalah kontras dengan mengasumsikan varian yang setara. Hasil menunjukkan bahwa pada lima perbandingan yang dilakukan, *p value* selalu berada di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *MAIR* yang dihasilkan oleh perbedaan hari perdagangan pertama saham *IPO*. Dengan demikian tidak ditemukan *day of the week effect* pada *underpricing*



saham-saham *IPO* di Indonesia. Temuan penelitian ini berbeda dengan hasil kajian Jones dan Ligon di pasar modal Amerika yang menemukan rata-rata *initial return* hari perdagangan pertama Senin secara signifikan lebih tinggi dibandingkan rata-rata *initial return* produk hari perdagangan pertama yang lain.

#### 5.2.1.3 Robustness Check

Agar diperoleh hasil yang lebih dapat diandalkan, dilakukan pengecekan ketahanan (*robustness checks*). *Robustness checks* dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Penentuan periode yang lebih panjang pada sub sampel pertama disebabkan karena penggunaan periode pengamatan yang lebih pendek, yaitu 2006-2009, akan mendapatkan jumlah sampel yang terlalu sedikit yaitu 54 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Penentuan tahun 2008 dan 2009 sebagai tahun krisis ekonomi didasarkan pada pertimbangan pertumbuhan ekonomi tahun 2009 yang hanya sebesar 4,63% (terendah dalam sepuluh tahun terakhir) dan inflasi 2008 sebesar 11,06% (tertinggi dalam sepuluh tahun terakhir).

Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*). Hasil pengecekan ketahanan untuk uji beda *MAIR* berdasarkan hari perdagangan pertama dapat dilihat pada Tabel 5.10, dengan rincian hasil yang dapat dilihat pada lampiran. Pengecekan ketahanan pada perbedaan rata-rata *MAIR* berdasarkan hari pertama perdagangan saham *IPO* konsisten dengan hasil pengujian pada *full sample*. Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan pada rata-rata *MAIR* produk hari

perdagangan yang berbeda. Sekali lagi temuan ini tidak sesuai dengan hasil kajian Jones dan Ligon (2009) yang menemukan *day of the week effect* pada tahun-tahun yang berbeda.

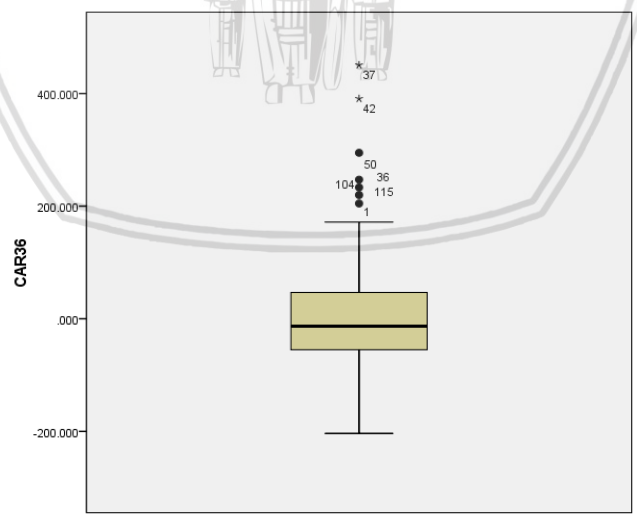
Tabel 5.10  
Uji *One Way ANOVA Contrast Tests terhadap MAIR* pada Sub Sampel

| Hari<br>Perdagangan<br>Pertama | 2006-2010        |       |       | 2010-2013        |       |       | <i>Excluding Economic<br/>Crisis Years</i> |       |       |
|--------------------------------|------------------|-------|-------|------------------|-------|-------|--|-------|-------|
|                                | Nilai<br>Kontras | t     | sig   | Nilai<br>Kontras | t     | sig   | Nilai<br>Kontras                           | t     | sig   |
| Senin                          | 10,35            | 0,26  | 0,792 | 12,27            | 0,45  | 0,652 | 0,33                                       | 0,01  | 0,990 |
| Selasa                         | -52,36           | -1,30 | 0,196 | -0,35            | -0,01 | 0,991 | -9,17                                      | -0,33 | 0,738 |
| Rabu                           | -33,07           | -0,96 | 0,337 | -8,28            | -0,29 | 0,772 | -9,69                                      | -0,37 | 0,706 |
| Kamis                          | 16,59            | 0,41  | 0,681 | -4,98            | -0,17 | 0,861 | 2,01                                       | 0,07  | 0,941 |
| Jumat                          | 58,49            | 1,27  | 0,206 | 1,35             | 0,03  | 0,970 | 16,51                                      | 0,53  | 0,596 |

Sumber: Output SPSS

## 5.2.2 Uji Beda *Long-term Market Performance*

### 5.2.2.1 Pengujian Asumsi



Gambar 5.4  
Diagram *Boxplot* Data CAR36

Pengikhtisaran data *market adjusted initial return* kedalam diagram *boxplot* tampak pada Gambar 5.3. Berdasarkan diagram *boxplot* tampak keberadaan lima data *outlier* dan dua data ekstrem. Karena *Anova* mensyaratkan ketiadaan data ekstrem, maka data nomor 37 (PT Trada Maritime Tbk.) dan 42 (PT Dian Swastika Santosa) dihapus dan tidak dipergunakan pada analisis lanjutan. Data *outlier* tetap dipertahankan karena masih berada lebih rendah dibandingkan 3 kali *interquartile*.

Asumsi kedua mensyaratkan data untuk *Anova* terdistribusi secara normal. Uji normalitas data dilakukan menggunakan metode *skewness* dan *kurtosis*. Hasil uji normalitas tampak pada Tabel 5.11 Nilai *Skewness* dan *Kurtosis* berada diantara ambang penerimaan (yaitu antara +1,5 dan -1,5) dan karenanya dapat disimpulkan data terdistribusi normal. Tes homogenitas (Tabel 5.12) dilakukan menggunakan uji *Lavene's test*. Hasil pengujian pada *MAIR* menunjukkan *p value* di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa varians data bersifat homogen.

Tabel 5.11  
One Way ANOVA  
Statistik Normalitas

|                        |         | CAR36  |
|------------------------|---------|--------|
| N                      | Valid   | 149    |
|                        | Missing | 0      |
| Mean                   |         | -1,614 |
| Skewness               |         | 0,723  |
| Std. Error of Skewness |         | 0,199  |
| Kurtosis               |         | 0,911  |
| Std. Error of Kurtosis |         | 0,395  |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.12  
Test Homogenitas Varian

| Var.  | Levene Statistic | df1 | df2 | Sig.  |
|-------|------------------|-----|-----|-------|
| CAR36 | 1,809            | 4   | 144 | 0,130 |

Sumber: Output SPSS

#### 5.2.2.2. ANOVA Metode Planned Contrast

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan terdapatnya perbedaan *CAR36* produk hari perdagangan pertama yang berbeda. Dalam hal ini akan dibandingkan apakah rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama tertentu berbeda dengan hari-hari yang lain. Tabel 5.13 menunjukkan perbandingan yang dimaksud, dengan penjelasan:

- Kontras 1 bertujuan untuk menemukan apakah rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama Senin berbeda dengan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain (Selasa hingga Jumat),
- Kontras 2 bertujuan menemukan apakah rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama Selasa berbeda dengan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Rabu, Kamis, dan Jumat),
- Kontras 3 bertujuan menemukan apakah rata-rata *CAR36* perdagangan pertama Rabu berbeda dengan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Kamis, dan Jumat),
- Kontras 4 bertujuan menemukan apakah rata-rata *CAR36* perdagangan pertama Kamis berbeda dengan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Rabu, dan Jumat),
- Kontras 5 bertujuan menemukan apakah rata-rata *CAR36* perdagangan pertama Jumat berbeda dengan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain (yaitu: Senin, Selasa, Rabu, dan Kamis).

Tabel 5.13  
Tabel Pembandingan

| Kontras | Group |        |      |       |       |
|---------|-------|--------|------|-------|-------|
|         | Senin | Selasa | Rabu | Kamis | Jumat |
| 1       | 4     | -1     | -1   | -1    | -1    |
| 2       | -1    | 4      | -1   | -1    | -1    |
| 3       | -1    | -1     | 4    | -1    | -1    |
| 4       | -1    | -1     | -1   | 4     | -1    |
| 5       | -1    | -1     | -1   | -1    | 4     |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.14  
Hasil Tes Kontras CAR36

|  | Contrast | Value of Contrast | Std. Error | t      | df     | Sig. (2-tailed) |
|--|----------|-------------------|------------|--------|--------|-----------------|
| <b>Assume equal variances</b>          | 1        | 68,476            | 67,082     | 1,021  | 144    | 0,309           |
|  | 2        | 141,503           | 71,280     | 1,985  | 144    | 0,049           |
|  | 3        | -172,502          | 63,813     | -2,703 | 144    | 0,008           |
|  | 4        | -123,908          | 70,346     | -1,761 | 144    | 0,080           |
|  | 5        | 86,430            | 79,739     | 1,084  | 144    | 0,280           |
| <b>Does not assume equal variances</b> | 1        | 68,476            | 73,804     | 0,928  | 48,339 | 0,358           |
|  | 2        | 141,503           | 66,832     | 2,117  | 46,698 | 0,040           |
|  | 3        | -172,502          | 61,325     | -2,813 | 71,292 | 0,006           |
|  | 4        | -123,908          | 60,152     | -2,060 | 57,332 | 0,044           |
|  | 5        | 86,430            | 99,286     | 0,871  | 23,610 | 0,393           |

Sumber: Output SPSS

Tabel 5.14 Menunjukkan hasil tes kontras pada *MAIR*. Karena *Lavene's test* menunjukkan bahwa varians data homogen, maka hasil yang diamati adalah kontras dengan mengasumsikan varian yang setara. Hasil menunjukkan bahwa pada lima perbandingan yang dilakukan, *p value* pada kontras 2 dan 3 berada di bawah 5%, sedangkan kontras 4 di bawah 10%. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *CAR36* yang dihasilkan oleh hari perdagangan pertama Selasa dan Rabu dibandingkan hari perdagangan pertama yang lain. Rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama Selasa secara

signifikan lebih tinggi dibandingkan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain. Kondisi berbeda ditunjukkan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama Rabu yang secara signifikan lebih rendah dibandingkan rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama yang lain. Dengan demikian dapat dikatakan ditemukan *day of the week effect* pada *long-term market performance* saham-saham *IPO* di Indonesia. Akan halnya rata-rata *CAR36* hari perdagangan pertama Kamis, meskipun *p value* berada di bawah 10%, hasil analisis tidak dapat dinyatakan signifikan karena *Anova* pada umumnya mensyaratkan  $\alpha$  sebesar 5%.

#### 5.2.2.3 Robustness Check

*Robustness checks* dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap sampel keseluruhan (*full sample*). Hasil pengecekan ketahanan untuk uji beda *CAR36* berdasarkan hari perdagangan pertama dapat dilihat pada Tabel 5.15, dengan rincian hasil dapat dilihat pada lampiran. Analisis pada sub sampel 2006-2010 menunjukkan bahwa terdapat *day of the week effect*. Rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Selasa secara signifikan lebih tinggi dibanding hari perdagangan pertama yang lain. Kondisi ini sesuai dengan temuan pada *full sample*. Hal yang sama juga tampak pada rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Rabu yang secara signifikan lebih rendah dibandingkan hari perdagangan pertama lain. Efek hari Rabu juga tampak pada



sub sampel 2010 -2013 dan sub sampel yang meniadakan data tahun krisis ekonomi. Pada sub sampel ketiga, terdapat efek hari Senin yang signifikan. Efek ini tidak ditemukan pada sub sampel yang lain maupun *full sample*. Nilai *t* statistik pada sub sampel tiga cukup tinggi namun belum dapat memenuhi ambang penerimaan  $\alpha$  5%. Secara keseluruhan hasil *robustness check* menunjukkan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Rabu berbeda dengan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama yang lain.

Tabel 5.15  
Uji *One Way ANOVA Contrast Tests* terhadap *CAR36* pada Sub Sampel

| Hari<br>Perdagangan<br>Pertama | 2006-2010        |          |            | 2010-2013        |          |            | <i>Excluding Economic<br/>Crisis Years</i> |          |            |
|--------------------------------|------------------|----------|------------|------------------|----------|------------|--|----------|------------|
|                                | Nilai<br>Kontras | <i>t</i> | <i>sig</i> | Nilai<br>Kontras | <i>t</i> | <i>Sig</i> | Nilai<br>Kontras                           | <i>t</i> | <i>sig</i> |
| Senin                          | 128,31           | 1,18     | 0,242      | 77,95            | 0,98     | 0,330      | 136,32                                     | 1,98     | 0,049      |
| Selasa                         | 230,17           | 2,06     | 0,043      | 82,21            | 0,93     | 0,354      | 130,28                                     | 1,80     | 0,074      |
| Rabu                           | -232,54          | -2,41    | 0,019      | -182,75          | -2,19    | 0,031      | -200,15                                    | -2,95    | 0,004      |
| Kamis                          | -59,80           | -0,53    | 0,593      | -107,19          | -1,28    | 0,202      | -139,29                                    | -1,92    | 0,057      |
| Jumat                          | -66,14           | -0,52    | 0,604      | 129,77           | 1,25     | 0,213      | 72,85                                      | 0,89     | 0,377      |

Sumber: Output SPSS

### 5.2.3 Day of the Week Effect pada Underpricing

#### 5.2.3.1 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik terhadap model dilakukan agar model yang dihasilkan memenuhi kriteria penelitian yang *BLUE* (*Best, Linear, Unbiased, Estimate*). Sesuai dengan data penelitian yang bersifat *cross sectional*, akan dilakukan beberapa pengujian untuk memenuhi kriteria penelitian yang *BLUE*, meliputi: uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan multikolinearitas.

Uji Normalitas dilakukan untuk mengukur apakah data memiliki distribusi normal atau apakah data berasal dari populasi yang berdistribusi normal sehingga dapat digunakan dalam statistik parametrik (statistik inferensial). Uji

normalitas dilakukan pada nilai residual hasil regresi menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji K-S menghasilkan *p value* 0,064. Karena nilai ini lebih besar dari ambang 5%, maka dapat dikatakan data terdistribusi secara normal.

Uji Heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi adanya ketidaksamaan varians dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Uji Heterokedastisitas dilakukan dengan Uji Spearman'rho, yaitu menghitung korelasi variabel penelitian dengan residual hasil regresi. Gejala heteroskedastisitas dikatakan muncul apabila *p value* dari Spearman's rho < 5%. Hasil pengujian menunjukkan *p value* seluruh variabel berada di atas 5%, menunjukkan bahwa data bersifat homoskedastis.

Tabel 5.16  
Hasil Pengujian Asumsi Klasik  
Terhadap MAIR

| Variabel           | Collinearity Stat |       | Spearman's rho for Unstandardized Residual |       |
|--------------------|-------------------|-------|--|-------|
|                    | Tol.              | VIF   | Coef.                                      | Sig.  |
| Dselasa            | 0,641             | 1,559 | 0,009                                      | 0,909 |
| Drabu              | 0,560             | 1,787 | -0,014                                     | 0,862 |
| Dkamis             | 0,635             | 1,574 | -0,005                                     | 0,948 |
| Djumat             | 0,696             | 1,437 | -0,022                                     | 0,785 |
| TA                 | 0,403             | 2,479 | -0,017                                     | 0,840 |
| TS                 | 0,570             | 1,755 | -0,015                                     | 0,854 |
| PRC                | 0,376             | 2,657 | -0,030                                     | 0,712 |
| AGE                | 0,891             | 1,122 | -0,003                                     | 0,969 |
| REP                | 0,567             | 1,765 | -0,048                                     | 0,558 |
| K-S Z              | 1,311             |       |  |       |
| Sig.<br>(2 tailed) | 0,064             |       |  |       |

Sumber: Output SPSS

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk melihat adanya korelasi yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam suatu model regresi linear berganda.

Pengujian ini dilakukan untuk memastikan tidak ada hubungan antara variabel bebas yang dapat mengganggu hubungan variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (*VIF*) dan toleransi dari masing-masing variabel bebas. Jika *VIF* lebih dari 10 dan tingkat toleransi lebih kecil dari 0,1 artinya terdapat gejala Multikolinearitas. Uji multikolinearitas pada setiap variabel menghasilkan *VIF* < 10 dan *Tolerance* > 1. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas. Hasil pengujian asumsi klasik model regresi awal Pendapatan Jangka Pendek Saham IPO sebagaimana diringkas pada Tabel 5.17 menunjukkan bahwa model regresi yang dihasilkan lolos uji asumsi klasik sehingga sudah memenuhi kriteria *BLUE* (*Best, Linear, Unbiased, Estimate*).

Tabel 5.17  
Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Klasik  
Terhadap *MAIR*

| Jenis Pengujian     | Alat Uji  | Indikator Lolos                            | Hasil Pengujian  | Kesimpulan                    |
|---------------------|---|--|--|-------------------------------|
| Normalitas          | Kolmogorov - Smirnov                            | P Value Uji K-S > 5%                       | 0,064  | Lolos uji normalitas          |
| Multikolinearitas   | <i>Variance Inflation Factor</i> ( <i>VIF</i> ) | <i>VIF</i> < 10 dan <i>Tolerance</i> > 0,1 | <i>VIF</i> 1,122 - 2,657<br><i>Tolerance</i> 0,376-0,891 | Lolos uji multikolinearitas   |
| Heteroskedastisitas | <i>Spearman's rho</i>                           | P value > 5%                               | 0,558 – 0,969  | Lolos uji heteroskedastisitas |

Sumber: Output SPSS, diringkas.

### 5.2.3.2 Hasil

Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *underpricing* saham IPO digunakan uji regresi linier berganda. Pembuktian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan uji t.

Hasil uji statistik sebagaimana Tabel 5.18 menunjukkan bahwa berdasarkan koefisien regresi dapat diketahui arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Hari perdagangan pertama tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Seluruh nilai *p value* pada *dummy* hari bernilai lebih besar dari 5%. Temuan ini bertentangan dengan hasil kajian Jones dan Ligon (2009) yang menunjukkan pengaruh positif senin terhadap *underpricing*.

Tabel 5.18  
Hasil Analisis Regresi Pengaruh Hari Perdagangan Pertama  
Terhadap *MAIR*

| <i>Variabel</i> | $\beta_1$ | <i>t</i> | <i>p-value</i> |
|-----------------|-----------|----------|----------------|
| (Constant)      | 227,274   | 3,621    | 0,000          |
| Dselasa         | -4,359    | -0,579   | 0,564          |
| Drabu           | -2,597    | -0,363   | 0,717          |
| Dkamis          | 0,007     | 0,001    | 0,999          |
| Djumat          | 2,651     | 0,327    | 0,745          |
| TA              | 2,250     | 0,857    | 0,393          |
| TS              | -1,642    | -0,952   | 0,343          |
| PRC             | -7,739    | -2,721   | 0,007          |
| AGE             | -6,447    | -1,999   | 0,047          |
| REP             | 1,501     | 0,234    | 0,815          |
| $R^2$           | 0,132     |          |                |
| Adj. $R^2$      | 0,077     |          |                |
| <i>F</i>        | 2,388     |          |                |
| <i>Sig.</i>     | 0,015     |          |                |

Sumber: Output SPSS

*Proceeds* dan *umur* perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Nilai *t* hitung pada *PRC* sebesar -2,721 menunjukkan bahwa variabel *Proceeds* berpengaruh signifikan terhadap *MAIR* pada  $\alpha$  1%. Nilai koefisien *proceeds* sebesar -7,739 menunjukkan bahwa kenaikan 1 persen *Proceeds* akan mengakibatkan lebih rendahnya *market adjusted initial return* sebesar 0,077% (yaitu  $7,739 \times \ln(1.01)$ ). Koefisien *Umur* sebesar -6,447

menunjukkan bahwa kenaikan satu persen pada umur akan mengakibatkan lebih rendahnya *MAIR* sebesar 0,064%. Nilai *t* hitung -1,999 menunjukkan bahwa pengaruh umur terhadap *MAIR* signifikan pada level  $\alpha$  5%.

Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) = 0,132, hal ini berarti bahwa variabilitas *MAIR* dapat dijelaskan oleh hari perdagangan pertama, total aset, penjualan, *proceeds*, umur, dan penjamin emisi saham sebesar 13,2%. 86,9% variabilitas variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor diluar variabel penelitian Nilai *adjusted R*<sup>2</sup> menunjukkan bahwa 7,7% variabilitas *MAIR* dapat dijelaskan oleh *proceeds* dan umur. Nilai *F* statistik 2,388 menunjukkan bahwa secara bersama variabel independen penelitian berpengaruh pada variabel dependen pada  $\alpha$  5%. Rendahnya koefisien determinasi menunjukkan kemampuan variabel penelitian dalam menjelaskan variabilitas *initial returns* yang rendah. Hal ini disebabkan karena masih terdapat banyak faktor lain yang juga berperan dalam pembentukan *initial returns*. Beberapa faktor lain tersebut misalnya: tujuan penggunaan dana (Kim et al., 1993; Amor dan Kooli, 2016), perubahan struktur kepemilikan pasca IPO (Grinblatt dan Hwang, 1989; Alanazi dan Liu, 2015), jenis investor yang dominan pada IPO (institusi vs individu) (Aggarwal et al., 2002), dan praktek *good corporate governance* emiten (Li dan Naughton, 2007).

#### 5.2.3.3 Robustness Check

*Robustness checks* dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Sub sampel pertama terdiri dari data periode 2006 hingga 2010 yaitu sejumlah 75 *IPO*. Sub sampel kedua terdiri dari data periode 2010 hingga 2013 yaitu sejumlah 96 *IPO*. Sub sampel ketiga meliputi data dari 127 *IPO*. Setiap sub sampel diuji menggunakan tahapan yang sama dengan pengujian terhadap

sampel keseluruhan (*full sample*). Hasil pengecekan ketahanan untuk uji regresi *MAIR* dapat dilihat pada Tabel 5.19, dengan rincian hasil dapat dilihat pada lampiran.

Tabel 5.19  
Hasil Regresi *MAIR* pada Sub Sampel

|                     | 2006-2010            | 2010-2013              | <i>Excluding<br/>Economic Crisis<br/>Data</i> |
|---------------------|----------------------|------------------------|---|
| Constant            | 259,988**<br>(2,485) | 200,854**<br>(2,637)   | 232,520***<br>(3,309)                         |
| DSelasa             | -12,059<br>(-0,958)  | -4,927<br>(-0,573)     | -3,837<br>(-0,473)                            |
| DRabu               | -6,364<br>(-0,545)   | -0,195<br>(-0,023)     | 0-,188<br>(-0,023)                            |
| DKamis              | 2,768<br>(0,214)     | 0,783<br>(0,096)       | 1,129<br>(0,141)                              |
| DJumat              | 7,371<br>(0,528)     | 1,864<br>(0,189)       | 3,934<br>(0,444)                              |
| TA                  | -1,601<br>(-0,363)   | 6,865**<br>(2,249)     | 4,042<br>(1,411)                              |
| TS                  | 0,884<br>(0,313)     | -1,658<br>(-0,834)     | 1,544<br>(-0,854)                             |
| PRC                 | -7,171<br>(-1,549)   | -11,753***<br>(-3,148) | -10,035***<br>(-3,226)                        |
| AGE                 | -8,806<br>(-1,612)   | -5,008<br>(-1,144)     | -5,989*<br>(-1,729)                           |
| REP                 | 10,762<br>(0,901)    | -0,752<br>(-0,106)     | 3,468<br>(0,508)                              |
| F                   | 1,182                | 2,096**                | 2,094**                                       |
| R <sup>2</sup>      | 0,141                | 0,180                  | 0,153   |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0,022                | 0,94                   | 0,80  |

Sumber: Output SPSS

Catatan: Tabel 5.23 menunjukkan hasil regresi terhadap *MAIR* untuk sub sampel: 2006-2010, 2010 – 2013, dan sub sampel non tahun krisis ekonomi. t-statistik dituliskan dalam tanda kurung. Tanda: \*, \*\*, \*\*\*, masing-masing mengindikasikan signifikan pada  $\alpha$ : 10, 5, dan 1%.



Pengecekan pada tiga sub sampel cukup konsisten dengan hasil uji terhadap *full sample*. Pengecekan pada sub sampel periode 2006-2010, periode 2010-2013, serta sub sampel yang meniadakan data selama terjadinya krisis ekonomi di Indonesia (yaitu data tahun 2008 dan 2009) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *MAIR*. Nilai  $t$  statistik pada seluruh *dummy* hari ketiga sub sampel sangat rendah dan tidak dapat memenuhi ambang penerimaan terendah ( $\alpha$  5%). Seluruh *dummy* hari bahkan tidak dapat memenuhi ambang penerimaan yang diperlonggar, yaitu  $\alpha$  10%.

Analisis terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa *proceeds* cukup konsisten menunjukkan pengaruh terhadap *MAIR*. Pada sub sampel kedua dan ketiga *proceeds* menunjukkan pengaruh yang signifikan pada  $\alpha$  1%, meskipun pada sub sampel pertama pengaruh signifikan tidak ditemukan. Umur perusahaan hanya berpengaruh signifikan pada sub sampel ketiga, yaitu pada  $\alpha$  10%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh umur terhadap *underpricing* lebih dirasakan pada kondisi krisis. Total aset perusahaan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada *full sample*, meskipun demikian pada analisis sub sampel ditemukan pengaruh signifikan total aset terhadap *underpricing*. Hal ini menunjukkan terdapat pemahaman baru tentang penggunaan informasi tentang aset perusahaan sebagai sinyal tentang kondisi perusahaan.

#### **5.2.4 Day of the Week Effect pada Long-term Market Performance**

##### **5.2.4.1 Pengujian Asumsi Klasik**

Hasil pengujian asumsi klasik model regresi awal Kinerja jangka panjang saham *IPO* dapat dilihat pada Tabel 5.20 dan diringkas pada Tabel 5.21.

Tabel 5.20  
Hasil Pengujian Asumsi Klasik  
Terhadap CAR36

| Variabel        | Collinearity Stat |       | Spearman's rho for Unstandardized Residual |       |
|-----------------|-------------------|-------|--|-------|
|                 | Tol.              | VIF   | Coef.                                      | Sig.  |
| DSelasa         | 0,642             | 1,558 | 0,016                                      | 0,843 |
| DRabu           | 0,561             | 1,783 | 0,016                                      | 0,849 |
| DKamis          | 0,642             | 1,558 | 0,012                                      | 0,882 |
| DJumat          | 0,697             | 1,435 | -0,048                                     | 0,561 |
| MAIR            | 0,869             | 1,150 | 0,024                                      | 0,769 |
| TA              | 0,399             | 2,509 | -0,007                                     | 0,928 |
| TS              | 0,567             | 1,763 | -0,034                                     | 0,677 |
| PRC             | 0,347             | 2,882 | 0,038                                      | 0,647 |
| AGE             | 0,866             | 1,155 | -0,024                                     | 0,767 |
| REP             | 0,558             | 1,792 | 0,016                                      | 0,849 |
| K-S Z           | 1,123             |       |  |       |
| Sig. (2 tailed) | 0,161             |       |  |       |

Sumber: Output SPSS

Uji normalitas dilakukan pada nilai residual hasil regresi menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji K-S menghasilkan *p value* 0,064. Karena nilai ini lebih besar dari ambang 5%, maka dapat dikatakan data terdistribusi secara normal. Uji Heterokedastisitas dilakukan dengan Uji Spearman's rho, yaitu menghitung korelasi variabel penelitian dengan residual hasil regresi. Hasil pengujian menunjukkan *p value* seluruh variabel berada di atas 5%, menunjukkan bahwa data bersifat homoskedastis. Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* dan toleransi dari masing-masing variabel bebas. Jika *VIF* lebih dari 10 dan tingkat toleransi lebih kecil dari 0,1 artinya terdapat gejala Multikolinearitas. Uji multikolinearitas pada setiap variabel menghasilkan  $VIF < 10$  dan  $Tolerance > 1$ . Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas. Hasil pengujian asumsi klasik model regresi awal Pendapatan

Jangka Pendek Saham *IPO* sebagaimana diringkas pada Tabel 5.20 menunjukkan bahwa model regresi yang dihasilkan lolos uji asumsi klasik sehingga sudah memenuhi kriteria *BLUE (Best, Linear, Unbiased, Estimate)*.

Tabel 5.21  
Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Klasik  
Terhadap *CAR36*

| Jenis Pengujian     | Alat Uji                               | Indikator Lolos                            | Hasil Pengujian  | Kesimpulan                    |
|---------------------|--|--|--|-------------------------------|
| Normalitas          | Kolmogorov - Smirnov                   | <i>P Value</i> Uji K-S > 5%                | 0,161  | Lolos uji normalitas          |
| Multikolinearitas   | <i>Variance Inflation Factor (VIF)</i> | <i>VIF</i> < 10 dan <i>Tolerance</i> > 0,1 | <i>VIF</i> 1,125 - 2,754<br><i>Tolerance</i> 0,347-0,869 | Lolos uji multikolinearitas   |
| Heteroskedastisitas | <i>Spearman's rho</i>                  | <i>P value</i> > 5%                        | 0,561–0,882  | Lolos uji heteroskedastisitas |

Sumber: Output SPSS, diringkas.

#### 5.2.4.2 Hasil

Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap kinerja jangka panjang saham *IPO* digunakan uji regresi linier berganda. Pembuktian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan uji t.

Hasil uji statistik sebagaimana Tabel 5.22 menunjukkan bahwa berdasarkan koefisien regresi dapat diketahui arah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Hari perdagangan pertama Rabu dan Kamis serta umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja jangka panjang saham *IPO*. Sementara total aset perusahaan saat *IPO* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja jangka panjang saham *IPO*.

Koefisien Rabu sebesar -50,857 menunjukkan bahwa *CAR36* saham *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu lebih rendah 50,86% dibanding *CAR36* saham dengan hari perdagangan pertama Senin. Nilai t statistik *dummy* Rabu

sebesar -2,413 menunjukkan variabel ini signifikan pada  $\alpha$  5%. *CAR36* hari perdagangan pertama Kamis lebih rendah 44,62% dibanding *CAR36* hari perdagangan pertama Senin. Pengaruh tersebut signifikan pada  $\alpha$  5%.

Tabel 5.22  
Hasil Analisis Regresi Pengaruh Hari Perdagangan Pertama  
Terhadap *CAR36*

| <i>Variabel</i> | $\beta_i$ | <i>t</i> | <i>P value</i> |
|-----------------|-----------|----------|----------------|
| (Constant)      | -121,689  | -0,634   | 0,527          |
| DSelasa         | 11,137    | 0,507    | 0,613          |
| DRabu           | -50,857   | -2,413   | 0,017          |
| DKamis          | -44,616   | -2,057   | 0,042          |
| DJumat          | 10,236    | 0,432    | 0,666          |
| MAIR            | -0,048    | -0,194   | 0,846          |
| TA              | 14,317    | 1,850    | 0,066          |
| TS              | 5,441     | 1,076    | 0,284          |
| PRC             | -13,438   | -1,554   | 0,123          |
| AGE             | -16,211   | -1,697   | 0,092          |
| REP             | -6,745    | -0,357   | 0,722          |
| $R^2$           |           | 0,136    |                |
| Adj. $R^2$      |           | 0,074    |                |
| <i>F</i>        |           | 2,180    |                |
| <i>Sig.</i>     |           | 0,022    |                |

Sumber: Output SPSS

Hanya terdapat dua variabel kontrol yang berpengaruh secara signifikan. Total aset berpengaruh positif terhadap *CAR36*; setiap satu persen kenaikan aset akan menyebabkan perubahan *CAR36* sebesar 0,014%. Pengaruh tersebut signifikan pada  $\alpha$  10%. Berbeda dengan Aset, Umur perusahaan saat *IPO* berpengaruh negatif terhadap *CAR36*. Setiap persen kenaikan umur akan mengakibatkan penurunan *CAR36* sebesar 0,013%. Tingkat signifikansi pengaruh umur terhadap *CAR36* relatif rendah dengan *t* hitung -1,697 mendekati ambang batas penerimaan  $\alpha$  10%.

Koefisien determinasi sebesar 0,136 menunjukkan bahwa 13,6% variabilitas *CAR36* dapat dijelaskan oleh hari perdagangan pertama, *MAIR*, total aset, penjualan, *proceeds*, umur, dan reputasi penjamin emisi. 86,4% variabilitas variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor diluar variabel penelitian. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* menunjukkan bahwa 7,4% variabilitas *MAIR* dapat dijelaskan oleh *proceeds* dan umur. Nilai F statistik sebesar 2,180 menunjukkan bahwa secara bersama seluruh variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen pada  $\alpha$  5%. Rendahnya koefisien determinasi menunjukkan kemampuan variabel penelitian dalam menjelaskan variabilitas kinerja pasar jangka panjang yang rendah. Hal ini disebabkan karena masih terdapat banyak faktor lain yang juga berperan dalam pembentukan kinerja pasar jangka panjang IPO. Beberapa faktor lain tersebut misalnya: tujuan penggunaan dana (Kim et al., 1993; Amor dan Kooli, 2016), perubahan struktur kepemilikan pasca IPO (Grinblatt dan Hwang, 1989; Alanazi dan Liu, 2015), jenis investor yang dominan pada IPO (institusi vs individu) (Aggarwal et al., 2002), dan praktek *good corporate governance* emiten (Li dan Naughton, 2007).

#### 5.2.4.3 Robustness Check

*Robustness checks* dilakukan dengan cara membagi seluruh sampel menjadi tiga sub sampel, yaitu: sub sampel 2006-2010, sub sampel 2010-2013, dan sub sampel yang mengeliminasi data tahun krisis ekonomi yaitu 2008 dan 2009. Hasil *robustness check* diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih baik tentang fenomena yang diamati. Hasil pengecekan ketahanan untuk uji regresi *MAIR* dapat dilihat pada Tabel 5.23, (rincian pada lampiran).

Tabel 5.23  
Hasil Regresi CAR36 pada Sub Sampel

|                            | 2006-2010 | 2010-2013 | <i>Excluding<br/>Economic Crisis<br/>Data</i> |
|----------------------------|-----------|-----------|---|
| <i>Constant</i>            | -135,635  | 228,672   | -116,871                                      |
|                            | (-0,465)  | (0,931)   | (-0,566)                                      |
| DSelasa                    | 12,630    | -10,474   | -3,710  |
|                            | (0,374)   | (-0,392)  | (-0,163)                                      |
| DRabu                      | -67,923** | -51,485*  | -69,964***                                    |
|                            | (-2,148)  | (-1,972)  | (-3,306)                                      |
| DKamis                     | -61,485   | -32,188   | -58,524**                                     |
|                            | (-0,079)  | (-1,267)  | (-2,599)                                      |
| DJumat                     | -14,744   | 10,141    | -9,447  |
|                            | (-0,395)  | (0,331)   | (-0,379)                                      |
| <i>MAIR</i>                | -0,460    | 0,014     | 0,127   |
|                            | (-1,390)  | (0,041)   | (0,490)                                       |
| <i>TA</i>                  | 22,996*   | 13,732    | 9,091   |
|                            | (1,949)   | (1,410)   | (1,121)                                       |
| <i>TS</i>                  | 7,401     | 6,501     | 4,386   |
|                            | (0,981)   | (1,051)   | (0,861)                                       |
| <i>PRC</i>                 | -20,858   | -27,642** | -7,627  |
|                            | (-1,661)  | (-2,260)  | (-0,837)                                      |
| <i>AGE</i>                 | -37,223** | -12,469   | -8,288  |
|                            | (-2,501)  | (-1,145)  | (-0,841)                                      |
| <i>REP</i>                 | 4,322     | -2,779    | -14,440                                       |
|                            | (0,133)   | (-0,128)  | (-0,753)                                      |
| <i>F</i>                   | 2,515**   | 1,636     | 2,094**                                       |
| <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0,285     | 0,161     | 0,153   |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0,172     | 0,63      | 0,80  |

Sumber: Output SPSS.

Catatan: Tabel 5.26 menunjukkan hasil regresi terhadap CAR36 untuk sub sampel: 2006-2010, 2010 – 2013, dan sub sampel non tahun krisis ekonomi. T-statistik dituliskan dalam tanda kurung. Tanda: \*, \*\*, \*\*\*, masing-masing mengindikasikan signifikan pada  $\alpha$ : 10, 5, and 1%.

Analisis pada tiga sub sampel menunjukkan bahwa perdagangan pertama hari Rabu secara signifikan berpengaruh pada buruknya *long-term market*



*performance* saham IPO. Pengaruh tersebut sangat kuat pada tahun pra krisis keuangan tetapi menunjukkan kecenderungan menurun pada tahun-tahun terakhir. Sejalan dengan hal tersebut, pengaruh hari perdagangan pertama Kamis juga dirasakan kuat pada periode sebelum krisis moneter namun cenderung menghilang setelahnya. Hal ini tercermin dari efek hari Kamis yang signifikan hanya pada sub sampel ketiga.

Analisis pada variabel kontrol juga menunjukkan bahwa pengaruh umur dan nilai aset terhadap CAR36 yang signifikan terjadi pada periode sebelum 2010. Pengaruh tersebut tampaknya sangat kuat pada saat terjadi krisis. Hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien yang signifikan pada *full sample* dan sub sampel pertama namun tidak signifikan sub sampel kedua dan ketiga. *Proceeds* baru menunjukkan pengaruh terhadap kinerja pasar jangka panjang setelah tahun 2010. Hal ini tampak pada nilai koefisien yang signifikan pada sub sampel kedua.

## 5.2.5 Rangkuman Hasil

### 5.2.5.1 Rangkuman Hasil Uji Beda *Underpricing*

Hasil tes kontras pada MAIR (Tabel 5.24) menunjukkan kecenderungan lebih rendahnya *initial returns* pada IPO dengan hari perdagangan pertama Selasa dan Rabu. Sementara *initial returns* hari perdagangan pertama Jumat cenderung menjadi yang terbesar. Meskipun demikian, hasil-hasil tersebut secara statistik tidaklah bermakna. Ketidakbermaknaan hasil uji kontras terjadi baik pada seluruh sampel maupun pada sub-sub sampel yang ada. Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Jones dan Ligon (2009) yang menunjukkan *initial returns* hari Senin lebih secara signifikan lebih tinggi dibandingkan hari yang lain. Penelitian ini juga menemukan bahwa *initial returns*

tidak terjadi pada hari perdagangan Senin sebagaimana terjadi di pasar modal Amerika, melainkan Jumat.

Tabel 5.24  
Rangkuman Hasil Tes Kontras *MAIR*

| Hari<br>Perdagangan<br>Pertama | Nilai Kontras |                         |                         |   |
|--------------------------------|---------------|-------------------------|-------------------------|---|
|                                | All<br>Sample | 2006-2010<br>Sub Sample | 2010-2013<br>Sub Sample | <i>Excluding<br/>Economic Crisis<br/>Years Sub Sample</i> |
| Senin                          | 8,312         | 10,35                   | 12,27                   | 0,33  |
| Selasa                         | -9,720        | -52,36                  | -0,35                   | -9,17   |
| Rabu                           | -17,140       | -33,07                  | -8,28                   | -9,69   |
| Kamis                          | ,692          | 16,59                   | -4,98                   | 2,01  |
| Jumat                          | 17,857        | 58,49                   | 1,35                    | 16,51   |

Sumber: Output SPSS, diringkaskan.

Catatan: \* dan \*\* masing-masing berarti signifikans pada  $\alpha$  5% dan 1%

#### 5.2.5.2 Rangkuman Hasil Uji Beda *Long-term Market Performance*

Hasil tes kontras pada CAR36 menunjukkan kecenderungan lebih rendahnya kinerja pasar jangka panjang pada *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu dan Kamis (Tabel 5.25). Kondisi ini ditemukan pada seluruh sampel dan sub sampel. Meskipun demikian, hanya CAR36 produk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu yang secara statistik berbeda secara signifikans. Kinerja pasar jangka panjang *IPO* produk hari perdagangan pertama Selasa secara signifikans lebih tinggi dibandingkan produk hari perdagangan pertama yang lain. Hasil tes kehandalan menunjukkan bahwa kebermaknaan secara statistik kinerja pasar jangka panjang hanya terjadi pada *IPO* yang terjadi pada kurun waktu 2006-2010. Hasil *robustness check* juga menunjukkan bahwa, dengan tidak mempertimbangkan data tahun krisis ekonomi, CAR36 produk hari perdagangan pertama Senin secara signifikans lebih tinggi dibandingkan kinerja jangka panjang produk hari perdagangan pertama yang lain.

Tabel 5.25  
Rangkuman Hasil Tes Kontras CAR36

| Hari<br>Perdagangan<br>Pertama | Nilai Kontras |                         |                         |   |
|--------------------------------|---------------|-------------------------|-------------------------|---|
|                                | All Sample    | 2006-2010<br>Sub Sample | 2010-2013<br>Sub Sample | <i>Excluding<br/>Economic Crisis<br/>Years Sub Sample</i> |
| Senin                          | 68,476        | 128,31                  | 77,95                   | 136,32*   |
| Selasa                         | 141,503*      | 230,17*                 | 82,21                   | 130,28  |
| Rabu                           | -172,502**    | -232,54*                | -182,75*                | -200,15**   |
| Kamis                          | -123,908      | -59,80                  | -107,19                 | -139,29   |
| Jumat                          | 68,476        | -66,14                  | 129,77                  | 72,85   |

Sumber: Output SPSS, diringkaskan.

Catatan: \* dan \*\* masing-masing berarti signifikans pada  $\alpha$  5% dan 1%

### 5.2.5.3 Rangkuman Hasil Tes Regresi *Underpricing*

Hasil regresi terhadap *MAIR* (Tabel 5.26) menunjukkan tidak terdapat pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *initial returns* saham *IPO*. Hasil ini konsisten baik pada sampel keseluruhan maupun pada sub-sub sampel. Temuan penelitian ini berbeda dengan hasil Jones dan Ligon (2009) yang menemukan pengaruh positif hari Senin terhadap *underpricing*.

Variabel kontrol dengan pengaruh yang konsisten adalah *proceeds*. Pengaruh negatif *proceeds* terhadap *initial returns* ditemukan pada sampel keseluruhan, sub sampel periode 2010-2013 dan sub sampel yang meniadakan data tahun krisis ekonomi. Hasil ini sejalan dengan temuan Durukan (2002) tentang pengaruh negatif *proceeds* terhadap *initial return IPO* di Turki. Temuan penelitian berbeda dengan hasil kajian di India oleh Pande dan Vaidyanathan (2006) yang menemukan pengaruh positif.

Umur perusahaan hanya menunjukkan pengaruh terhadap *initial returns* pada periode sebelum krisis ekonomi (yaitu kelompok sampel keseluruhan serta sub sampel yang meniadakan data selama krisis ekonomi). Aset perusahaan menunjukkan pengaruh terhadap *initial returns* pada *IPO* tahun-tahun terkini

(yaitu sub sampel 2010-2013). Hubungan positif umur dengan *underpricing* juga ditemukan pada kajian Durukan (2002), Tian (2011), dan Ozdemir dan Upneja (2016).

Tabel 5.26  
Rangkuman Hasil Regresi MAIR

| Variabel   | $\beta_i$         |                             |                             |   |
|------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------------|---|
|            | <i>All Sample</i> | <i>2006-2010 Sub Sample</i> | <i>2010-2013 Sub Sample</i> | <i>Excluding Economic Crisis Years Sub Sample</i> |
| (Constant) | 227,274***        | 259,988**                   | 200,854**                   | 232,520***  |
| Dselasa    | -4,359            | -12,059                     | -4,927                      | -3,837  |
| Drabu      | -2,597            | -6,364                      | -0,195                      | 0-,188  |
| Dkamis     | 0,007             | 2,768                       | 0,783                       | 1,129   |
| Djumat     | 2,651             | 7,371                       | 1,864                       | 3,934   |
| TA         | 2,250             | -1,601                      | 6,865**                     | 4,042   |
| TS         | -1,642            | 0,884                       | -1,658                      | 1,544   |
| PRC        | -7,739***         | -7,171                      | -11,753***                  | -10,035***  |
| AGE        | -6,447**          | -8,806                      | -5,008                      | -5,989*   |
| REP        | 1,501             | 10,762                      | -0,752                      | 3,468   |

Sumber: Output SPSS.

Catatan: \*, \*\*, dan \*\*\* masing-masing berarti signifikans pada  $\alpha$  10%, 5% dan 1%

#### 5.2.5.4 Rangkuman Hasil Tes Regresi *Long-term Market Performance*

Hasil regresi terhadap CAR36 menunjukkan pengaruh negatif hari perdagangan pertama Rabu dan Kamis terhadap *long-term market performance* saham IPO. Pengaruh hari Rabu konsisten baik pada sampel keseluruhan maupun pada sub-sub sampel. Pengaruh hari perdagangan pertama Rabu cenderung lebih kuat pada tahun-tahun saat tidak terjadi krisis ekonomi (tahun normal). Meskipun demikian Tabel 5.27 juga menunjukkan kecenderungan semakin melemahnya pengaruh perdagangan hari pertama Rabu terhadap *long-term market performance*. Berbeda pengaruh hari Kamis hanya terjadi pada tahun-tahun sebelum krisis ekonomi.

Variabel kontrol dengan pengaruh signifikans terhadap CAR36 adalah aset, umur perusahaan, dan *proceeds*. Meskipun demikian Tabel 5.27

menunjukkan bahwa pengaruh signifikan aset dan umur hanya terjadi pada periode sebelum krisis ekonomi. Hasil kajian ini turut mengkonfirmasi penelitian lain yang menunjukkan pengaruh negatif umur dan pengaruh positif aset terhadap *long-term market performance* saham IPO, seperti Durukan (2002), Kirkulak dan Davis (2005), Goergen et al. (2010). Sebaliknya, pada tahun-tahun IPO terkini (periode 2010-2013), justru *proceeds* yang menunjukkan pengaruh terhadap *long-term market performance*. Pengaruh negatif *proceeds* terhadap kinerja pasar jangka panjang pada penelitian ini, telah sesuai dengan penelitian tedahulu, antara lain: Durukan, (2002), Carter et al. (2010), serta Amor dan Kooli (2016).

Tabel 5.27  
Rangkuman Hasil Regresi CAR36

| Variabel   | $\beta_i$         |                             |                             |   |
|------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------------|---|
|            | <i>All Sample</i> | <i>2006-2010 Sub Sample</i> | <i>2010-2013 Sub Sample</i> | <i>Excluding Economic Crisis Years Sub Sample</i> |
| (Constant) | -121,689          | -135,635                    | 228,672                     | -116,871  |
| Dselasa    | 11,137            | 12,630                      | -10,474                     | -3,710  |
| Drabu      | -50,857**         | -67,923**                   | -51,485*                    | -69,964***  |
| Dkamis     | -44,616**         | -61,485                     | -32,188                     | -58,524**   |
| Djumat     | 10,236            | -14,744                     | 10,141                      | -9,447  |
| MAIR       | -0,048            | -0,460                      | 0,014                       | 0,127   |
| TA         | 14,317*           | 22,996*                     | 13,732                      | 9,091   |
| TS         | 5,441             | 7,401                       | 6,501                       | 4,386   |
| PRC        | -13,438           | -20,858                     | -27,642**                   | -7,627  |
| AGE        | -16,211*          | -37,223**                   | -12,469                     | -8,288  |
| REP        | -6,745            | 4,322                       | -2,779                      | -14,440   |

Sumber: Output SPSS.

Catatan: \*, \*\*, dan \*\*\* masing-masing berarti signifikans pada  $\alpha$  10%, 5% dan 1%

### 5.3. Pembahasan

#### 5.3.1 Perbedaan *Underpricing*

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui terdapatnya perbedaan *initial return* dan *long-term market performance* produk IPO dengan hari perdagangan pertama tertentu dengan hari perdagangan pertama yang lain. Kontras dengan

kajian Jones dan Ligon (2009), penelitian ini dilakukan di negara berkembang. Hasil penelitian menggunakan uji *One Way Anova* metode *Planned Contrast* menunjukkan tidak terdapat perbedaan rata-rata *MAIR* produk hari perdagangan pertama tertentu dengan rata-rata *MAIR* hari perdagangan pertama yang lain. Artinya rata-rata *MAIR* produk hari perdagangan pertama Senin tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata *MAIR* produk hari perdagangan pertama Selasa, Rabu, Kamis, dan Jumat. Kondisi ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama adalah tidak terdapatnya kecenderungan pada penentuan hari perdagangan pertama. Selama periode pengamatan, Rabu memang merupakan hari yang paling sering dipilih sebagai hari perdagangan pertama (39 kali). Meskipun demikian, frekuensi ini tidak jauh berbeda dengan hari yang lain, seperti Senin (33 kali) dan Kamis (30 kali). Hal ini menjadikan tidak terdapatnya perbedaan pada beban analisis saham baru pada hari-hari perdagangan pertama saham *IPO*. Beban analisis pada hari perdagangan pertama tertentu merupakan satu argumen yang digunakan oleh Jones dan Ligon (2009). Beban analisis saham *IPO* pada hari perdagangan pertamanya yang relatif tidak berbeda di Indonesia, mengakibatkan tidak diperlukannya penundaan analisis saham baru.

Beban analisis saham baru di Indonesia juga tidak setinggi di Amerika, yang merupakan lokasi studi Jones dan Ligon (2009). Pengamatan selama periode 1980 hingga 2000 menunjukkan rata-rata frekuensi *IPO* tahunan sejumlah 329 kali. Dalam satu tahun, rata-rata frekuensi *IPO* dengan hari perdagangan pertama Senin adalah 31 kali, Selasa 66 kali, Rabu 84 kali, Kamis 96 kali dan Jumat 52 kali. Dalam kondisi tersebut perbedaan beban analisis harian dapat mempengaruhi keputusan manajer investasi untuk menunda pelaksanaan analisis. Rata-rata frekuensi *IPO* tahunan di Indonesia selama periode pengamatan hanya 19 kali. Karenanya beban analisis saham baru



termasuk perbedaan beban berdasarkan hari perdagangan pertama tidak menjadi masalah yang mempengaruhi pelaksanaan analisis.

Hasil analisis menunjukkan tidak terdapatnya perbedaan yang berarti pada rata-rata *MAIR* yang disebabkan karena perbedaan hari perdagangan pertama tertentu. Hal ini dapat pula disebabkan karena pada umumnya *IPO* di Indonesia mengalami *undepricing*. Pengelompokan emiten berdasarkan total aset, penjualan, umur, dan *proceeds* menghasilkan rata-rata *MAIR* yang tidak terlalu berbeda. Temuan ini menunjukkan indikasi *underpricing* di Indonesia dilakukan untuk menghindari *winner's curse problem*. (Rock, 1986) menyatakan, untuk menghindarkan *unsophisticated* investor dari kerugian yang dapat konsisten terjadi di pasar perdana, yang disebabkan karena kurangnya kepemilikan informasi, emiten bersama *underwriter* secara sistematis melakukan *underpricing* saham. Untuk mempertahankan minat investor pada umumnya, emiten dan *underwriter* menetapkan secara umum *IPO* mengalami *underpriced*. Hal ini disebabkan karakteristik pasar Indonesia yaitu *emerging market*. Pasar modal Indonesia menunjukkan karakteristik yang tidak terlalu baik seperti: rendahnya tingkat literasi pasar modal, rendahnya kepercayaan investor terhadap pasar modal, dan rendahnya *investment mindedness*. Survey literasi keuangan yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia tahun 2014 menunjukkan bahwa tingkat literasi pasar modal adalah paling rendah dibanding komponen literasi keuangan yang lain, hanya sekitar 6% masyarakat yang memahami pasar modal dengan indeks pemanfaatan hanya 0,11%. Bahkan untuk provinsi besar seperti Jawa Timur, berdasarkan hasil survey OJK bersama Laboratorium Pengembangan Manajemen dan Bisnis tahun 2015, indeks literasi hanya mencapai 8,55% dengan utilitas 0,9%. Berdasarkan data KSEI, pada tahun 2014 jumlah investor Indonesia adalah 365.000, sejumlah 96% merupakan investor lokal perorangan, atau hanya sekitar 0,15% dari jumlah penduduk Indonesia.

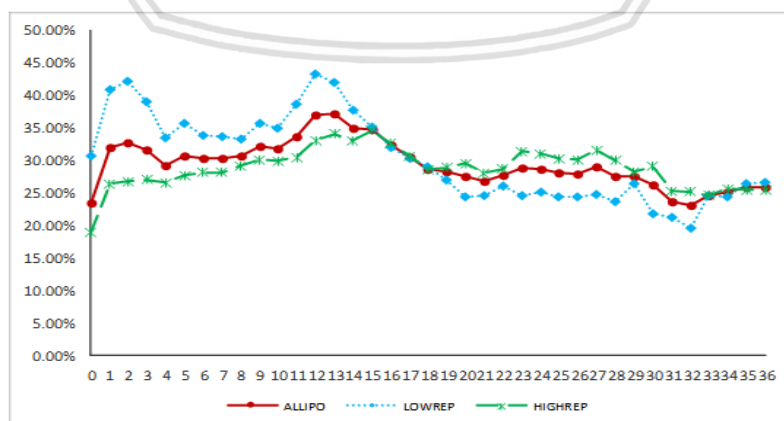
Jumlah tersebut jauh lebih tinggi dibandingkan kondisi tahun 2006 yaitu saat jumlah investor perorangan kurang dari 0,06% dari jumlah penduduk. Dalam kondisi semacam itu, *underpricing* diperlukan untuk mempertahankan dan bahkan meningkatkan kepercayaan diri terhadap pasar modal dan memperkuat pemikiran investasi. Kecenderungan *underpricing* sebagai hal yang umum dilakukan oleh emiten dan underwriter dan tidak terdapatnya korelasi antara karakteristik emiten dengan hari perdagangan pertama tertentu (Tabel 5.2) mengakibatkan tidak ditemukannya perbedaan rata-rata *MAIR* berdasarkan perbedaan hari perdagangan pertama tertentu. Tabel 5.2 juga menunjukkan beberapa kecenderungan perilaku pada hari-hari tertentu, yaitu kecenderungan *underwriter* dengan reputasi rendah memilih hari perdagangan pertama Rabu dan kecenderungan perusahaan berukuran besar memilih hari perdagangan pertama Kamis. Meskipun demikian dapat dikatakan bahwa, dengan tidak ditemukannya perbedaan *initial returns* hari perdagangan pertama yang berbeda, menunjukkan kebijakan pelaku pasar yang didorong oleh kebutuhan untuk mempertahankan motivasi pasar adalah bersifat lebih umum, lebih diutamakan dan karenanya lebih berdampak terhadap tingkat *underpricing*, dibandingkan kecenderungan perilaku yang terjadi.

### 5.3.2 Perbedaan Long-term Market Performance

Hasil uji *One Way Anova* metode *Planned Contrast* pada seluruh sampel menunjukkan terdapat perbedaan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Selasa dan Rabu dengan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama yang lain. Meskipun demikian hasil *robustness* test pada tiga sub sampel menunjukkan hanya rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Rabu yang secara konsisten signifikan. Dalam hal ini, *CAR36* produk hari perdagangan pertama Rabu secara konsisten lebih rendah dibandingkan *CAR36*

produk hari perdagangan pertama yang lain. Temuan ini mengindikasikan terdapatnya *day of the week effect* pada *long term market performance* saham.

Faktor perilaku dapat menjawab tentang penyebab terjadinya efek hari Rabu. Efek hari Rabu pada kinerja jangka panjang dimungkinkan karena munculnya kecenderungan tertentu pada hari perdagangan pertama Rabu. Analisis korelasi, pada Tabel 5.2, menunjukkan korelasi negatif signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan *CAR36*. Terdapat kecenderungan *underwriter* prestisius tidak memilih Rabu sebagai hari perdagangan pertama saham IPO yang mereka jamin. Dengan kata lain, IPO dengan hari perdagangan pertama Rabu cenderung dijamin oleh penjamin emisi bereputasi rendah. Analisis grafis Gambar 5.5 menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, kinerja pasar saham IPO yang dijamin oleh *underwriter* non prestisius mengalami penurunan. Karenanya tidak mengherankan bila rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Rabu secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama yang lain. Efek kecenderungan penjamin emisi non prestisius memilih Rabu sebagai hari perdagangan pertama tidak tampak pada rata-rata *MAIR* karena pengaruh faktor karakteristik spesifik perusahaan seperti aset, penjualan, umur dan *proceeds*.



Gambar 5.5  
MAIR dan CAAR Menurut Kelompok Emiten Berdasarkan Reputasi Penjamin Emisi

Analisis terhadap *full sample* menunjukkan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Selasa secara signifikan lebih tinggi dibanding rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama yang lain. Meskipun demikian, *robustness check* menunjukkan rata-rata *CAR36* yang lebih tinggi secara signifikan merupakan produk dari *IPO* periode krisis ekonomi. Tabel 5.28 menunjukkan rata-rata *CAR36* produk *IPO* tahun 2008 dan 2009 (periode krisis ekonomi) adalah tertinggi dibanding produk tahun lain dalam periode pengamatan. Analisis korelasi tambahan pada data tahun 2008 dan 2009 (Tabel 5.29) menunjukkan korelasi negatif signifikan antara hari perdagangan pertama Selasa dengan umur perusahaan. Hal ini disebabkan karena, periode krisis ditandai dengan banyaknya perusahaan berusia muda melakukan IPO untuk memanfaatkan peluang tingkat pengembalian yang lebih rendah di pasar modal. Perusahaan yang lebih muda umumnya berada pada tahap pertumbuhan pada daur hidup perusahaan, memiliki potensi perkembangan yang bagus. Dalam kasus di Indonesia potensi tersebut dapat didayagunakan secara optimal dan berimbas pada kinerja pasar jangka panjang yang lebih bagus.

Tabel 5.28  
Sebaran *CAR36* berdasarkan tahun IPO

|              |       | <i>N</i> | <i>Mean</i> | <i>Std. Deviation</i> | <i>Minimum</i> | <i>Maximum</i> |
|--------------|-------|----------|-------------|-----------------------|----------------|----------------|
| <i>CAR36</i> | 2006  | 9        | -38,89633   | 62,256084             | -132,575       | 96,892         |
|              | 2007  | 22       | -21,14350   | 88,205160             | -175,023       | 204,704        |
|              | 2008  | 15       | 56,52780    | 122,175843            | -168,811       | 333,573        |
|              | 2009  | 9        | 63,27222    | 118,535687            | -67,135        | 282,776        |
|              | 2010  | 20       | 14,16190    | 96,216730             | -100,275       | 294,673        |
|              | 2011  | 25       | -9,58860    | 68,332854             | -138,056       | 102,914        |
|              | 2012  | 21       | 5,82152     | 89,700776             | -121,651       | 219,768        |
|              | 2013  | 30       | -13,07050   | 89,904560             | -203,603       | 247,041        |
|              | Total | 151      | 2,48876     | 93,725971             | -203,603       | 333,573        |

Sumber: Output SPSS.

Tabel 5.29  
Pearson Correlation Data Periode Krisis Ekonomi

|         | CAR36 | DSenin | DSelasa | DRabu | DKamis | DJumat | TA     | TS     | PRC    | AGE    | REP    |
|---------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MAIR    | -0,06 | 0,17   | -0,06   | -0,20 | 0,06   | 0,082  | -,424* | -,410* | -0,371 | -0,272 | -0,308 |
| CAR36   | 1     | -0,27  | 0,28    | -0,13 | 0,11   | 0,082  | 0,129  | 0,142  | 0,157  | -0,331 | 0,284  |
| DSenin  |       | 1      | -0,16   | -0,34 | -0,22  | -0,169 | -,420* | -0,339 | -0,323 | 0,178  | -0,262 |
| DSelasa |       |        | 1       | -0,29 | -0,19  | -0,143 | -0,137 | 0,064  | 0,155  | -,428* | 0,095  |
| DRabu   |       |        |         | 1     | -0,39  | -0,293 | 0,168  | 0,18   | 0,155  | -0,118 | 0,022  |
| DKamis  |       |        |         |       | 1      | -0,194 | 0,333  | 0,148  | -0,052 | 0,141  | 0,06   |
| DJumat  |       |        |         |       |        | 1      | -0,046 | -0,127 | 0,046  | 0,228  | 0,095  |
| TA      |       |        |         |       |        |        | 1      | ,758** | ,807** | 0,071  | ,658** |
| TS      |       |        |         |       |        |        |        | 1      | ,697** | 0,074  | ,743** |
| PRC     |       |        |         |       |        |        |        |        | 1      | -0,038 | ,791** |
| AGE     |       |        |         |       |        |        |        |        |        | 1      | 0,211  |
| REP     |       |        |         |       |        |        |        |        |        |        | 1      |

Sumber: Output SPSS.

Catatan: \*, \*\* menunjukkan signifikansi pada 5% dan 1%, secara berturut-turut.

### 5.3.3 Day of the Week Effect pada Underpricing

Hasil regresi pada *full sample* maupun tiga sub sampel tidak menunjukkan pengaruh hari perdagangan pertama terhadap *MAIR*. Sebagaimana penjelasan pada uji beda, dorongan untuk menghindari *winner's curse problem* menyebabkan variasi *MAIR* pada *IPO* di Indonesia tidak secara signifikan berbeda. Penetapan harga saham *IPO* yang tidak mempertimbangkan komposisi investor akan menyebabkan kecenderungan selalu diunggunkannya investor *sophisticated* karena kepemilikan informasi yang lebih baik dibandingkan investor *unsophisticated*. Pada pasar modal Indonesia yang ditandai dengan literasi dan tingkat kepercayaan terhadap pasar modal yang rendah, fenomena *winner's curse*, akan mengakibatkan ditinggalkannya pasar modal oleh investor, khususnya investor individu. Rock (1986) menyatakan bahwa pasar yang hanya menguntungkan investor *sophisticated* akan mengalami kehilangan daya tarik. *Underwriter* dan emiten, karenanya, didorong untuk secara umum melakukan

*underpricing*. Hal ini menyebabkan tidak ditemukannya pengaruh hari terhadap *underpricing*.

Hanya ada dua variabel kontrol yang berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*, yaitu *proceeds* dan umur perusahaan. Pengaruh kedua variabel tersebut sekaligus mengkonfirmasi teori terdahulu. *Proceeds* merupakan proksi risiko. Ritter (1984) berpendapat bahwa semakin rendah *proceeds* berarti semakin tinggi risiko berkurangnya nilai dana yang dihimpun dari IPO dan karenanya dikompensasi dengan cara meningkatkan *underpricing*. Hasil *robustness check* menunjukkan bahwa pengaruh *proceeds* terhadap *MAIR* adalah konsisten, kecuali dalam kondisi krisis. Dalam kondisi krisis secara umum emiten harus menetapkan *underpricing* yang relatif tinggi. Keputusan tersebut harus diambil baik oleh emiten besar maupun kecil untuk meningkatkan minat masyarakat berinvestasi pada saham mereka.

Berbeda dengan *proceeds*, pengamatan pada full sample dan sub sampel menunjukkan pengaruh negatif umur perusahaan terhadap *MAIR* hanya terdapat pada periode sebelum krisis. Menurut Ritter (1984), umur merupakan proksi risiko kegagalan, semakin tua umur emiten mengindikasikan potensi risiko kegagalan investasi rendah. Hal ini mendorong emiten berusia tua menetapkan *underpricing* yang rendah pada IPO-nya. Analisis menunjukkan bahwa pengaruh umur terhadap kinerja saham adalah nyata pada periode sebelum krisis. Hal ini diperkuat dengan hasil *robustness check* pada *CAR36* yang menunjukkan pengaruh umur terhadap long-term market performance pada sub sampel pertama (akan dijelaskan lebih lanjut pada pembahasan berikutnya).

#### **5.3.4 Day of the Week Effect pada Long-term Market Performance**

Analisis regresi menunjukkan *day effect* pada *long-term market performance*. Terdapat pengaruh negatif signifikan hari perdagangan pertama



Rabu dan Kamis terhadap *CAR36*. Hasil *robustness check* menunjukkan bahwa pengaruh hari perdagangan pertama Rabu persisten pada seluruh sub sampel. Perilaku emiten dan underwriter menjadi penyebab fenomena tersebut, meskipun dengan penjabaran yang berbeda dengan teori-teori sebelumnya, seperti *blue Monday effect* (Raystrom Benson, 1989) atau kecenderungan menunda analisis (Jones dan Ligon, 2009). Seperti dijelaskan pada bagian perbedaan *CAR36* menurut hari perdagangan pertama, pengaruh hari Rabu disebabkan karena kecenderungan *underwriter* non prestisius menetapkan Rabu sebagai hari pertama perdagangan saham IPO yang mereka jamin. Tabel 5.2 tentang korelasi menunjukkan hubungan positif antara reputasi penjamin emisi dengan aset, penjualan, dan *proceeds*, yang secara bersama dapat menunjukkan kualitas emiten. Kualitas emiten sangat menentukan kinerja pasar jangka panjang sahamnya. Emiten berkualitas tinggi akan menunjukkan kinerja operasi maupun pasar yang tinggi dalam jangka panjang. Berdasarkan hasil analisis dalam tabel dapat disimpulkan bahwa underwriter bereputasi baik, cenderung menjadi penjamin bagi emiten berkualitas baik, dan demikian pula sebaliknya. Kecenderungan *underwriter* non prestisius memilih Rabu sebagai hari perdagangan pertama saham IPO yang dijamin menunjukkan kualitas emiten yang rendah pada hari perdagangan pertama tersebut. Karenanya tidak mengherankan bila dalam jangka panjang, kinerja pasar saham *IPO* produk hari perdagangan pertama Rabu adalah rendah.

Berbeda dengan Rabu, pengaruh hari perdagangan pertama Kamis hanya signifikan pada *full sample* dan sub sampel ketiga. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh Kamis hanya nyata pada periode sebelum krisis. Analisis korelasi pada data sebelum krisis yang terdiri dari sampel tahun 2006 dan 2007 (terlampir) menunjukkan terdapat hubungan negatif signifikan antara hari perdagangan pertama Kamis dengan *proceeds*. Sebagaimana dijelaskan pada

pembahasan terdahulu, *proceeds* merupakan proksi risiko. Semakin rendah *proceeds* semakin tinggi risiko dan semakin tinggi pula imbal hasil yang diharapkan dari Investasi (Ritter, 1984). Hasil analisis menunjukkan bahwa risiko yang tinggi saat IPO dikompensasi dengan imbal hasil jangka panjang yang tinggi pula.

Terdapat tiga variabel kontrol yang menunjukkan pengaruh terhadap *CAR36*. Total aset dan umur perusahaan menunjukkan pengaruh baik pada *full sample* maupun sub sampel, sedangkan *proceeds* hanya menunjukkan pengaruh pada sub sampel. Total aset, di Indonesia, menjadi proksi kualitas. Semakin tinggi total aset perusahaan semakin besar kemampuan operasional perusahaan dan semakin tinggi kualitas perusahaan. Teori *signaling* (Welch, 1989) menyatakan bahwa perusahaan berkualitas tinggi akan menyampaikan sinyal kualitasnya melalui *underpricing* yang lebih tinggi. *Underpricing*, bagi perusahaan berkualitas tinggi, berkaitan dengan kesanggupan perusahaan untuk “*leave money on the table*” tanpa perlu mengganggu performanya. Hal ini tampak pada hasil regresi *MAIR* yang menghasilkan koefisien regresi positif, meskipun tidak signifikan. Perusahaan dengan kualitas baik, dengan kemampuan operasional yang tinggi akan menghasilkan kinerja operasi yang tinggi. Akibatnya adalah tercipta kinerja pasar yang tinggi pula. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi yang positif. Meskipun demikian, hasil *robustness check* menunjukkan bahwa pengaruh positif tersebut hanya signifikan pada kondisi krisis.

Pengaruh negatif usia emiten terhadap *CAR36* telah sesuai dengan penjelasan teori. Menurut Ritter (1984) usia emiten berkaitan dengan risiko. Semakin tua usia emiten semakin rendah pula tingkat risiko investasi. Karenanya imbal hasil investasi yang dipersyaratkan menjadi semakin rendah. Hal tersebut tercermin pada *CAR36* yang lebih rendah pula. Berdasarkan hasil *robustness check* pengaruh usia terhadap *CAR36* ditemukan pada kondisi krisis.

Selain aset dan umur, *proceeds* juga menunjukkan pengaruh terhadap CAR36. Pengaruh tersebut nyata pada periode pengamatan yang lebih baru (sub sampel kedua). Pengaruh negatif *proceeds* terhadap CAR36 disebabkan karena pada *proceeds* yang rendah terkandung risiko yang lebih tinggi dan karena dituntut imbal hasil yang lebih tinggi pula. Pengaruh *proceeds* terhadap CAR36 yang hanya terdapat pada sub sampel 2010-2013 menunjukkan terjadi perubahan cara pandang terhadap *proceeds* sebagai indikator risiko investasi. Jika sebelumnya *proceeds* hanya dikaitkan hanya dengan risiko jangka pendek (dan karenanya berpengaruh pada MAIR), maka dalam perkembangannya *proceeds* IPO juga dikaitkan dengan risiko investasi jangka panjang.

Tidak ditemukannya pengaruh yang signifikan MAIR terhadap CAR36 menjadi indikator bahwa *underpricing* pada IPO di Indonesia dilakukan dengan motivasi utama untuk mengatasi *winner's curse problem*. Karakteristik masyarakat Indonesia yang kurang menguntungkan bagi iklim investasi di pasar modal mendorong *underwriter* melakukan *underpricing*. *Initial return* positif yang terjadi secara umum akan dapat mempertahankan motivasi masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal. Sebaliknya, teori-teori lain yang menjelaskan tentang *underpricing* sebagai *mispricing* (*impressario* (Ritter, 1991), *window of opportunity* (Kim dan Stulz, 1988), *signaling* (Welch, 1989) dan *market feedback* (Jegadeesh, Weinstein, dan Welch, 1993), meramalkan terjadinya koreksi pasar terhadap harga saham dalam jangka panjang. Koreksi tersebut akan terjadi pasca hari perdagangan pertama. Karenanya *underpricing* sebagai *mispricing* akan ditandai dengan terdapatnya pengaruh MAIR terhadap CAR36.

### 5.3.5 Rangkuman Pembahasan

Tabel 5.30 menunjukkan rangkuman pembahasan.

Tabel 5.30  
Rangkuman Pembahasan

| Hipotesis | Temuan Penelitian  | Implikasi Teoretikal  |
|-----------|--|---|
| H1        | Tidak terdapat perbedaan underpricing pada <i>first trading day</i> yang berbeda.  | Tidak terdapat <i>day of the week effect</i> pada <i>underpricing</i> . <i>Underpricing</i> di Indonesia dilakukan dengan tujuan untuk memotivasi animo investor secara, umum, untuk berinvestasi di pasar modal. Praktek <i>underpricing</i> dilakukan untuk menghindari <i>winner's curse problem</i> .   |
| H2        | <i>Long-term market performance</i> saham IPO yang diperdagangkan pada <i>first trading day</i> Rabu adalah negatif dan secara signifikans berbeda dengan <i>long-term market performance</i> produk hari perdagangan pertama yang lain. | Terdapat <i>day of the week effect</i> pada <i>long term market performance</i> . Kecenderungan <i>underwriter</i> bereputasi rendah menentukan Rabu sebagai hari perdagangan pertama memunculkan konsentrasi emiten berkualitas rendah pada <i>first trading day</i> Rabu yang mendorong koreksi pasar dan terciptanya kinerja jangka panjang yang rendah. |
| H3        | Tidak terdapat pengaruh <i>first trading day</i> terhadap <i>underpricing</i> .  | Tidak terdapat <i>day of the week effect</i> pada <i>underpricing</i> . Secara sistematis <i>underwriter</i> menetapkan 'reward' yang bersifat rata bagi setiap jenis investor.   |
| H4        | Terdapat pengaruh <i>first trading day</i> terhadap <i>long-term market performance</i> .  | Terdapat <i>day of the week effect</i> pada <i>long-term market performance</i> . Hal ini disebabkan karena kecenderungan <i>underwriter</i> bereputasi rendah untuk menetapkan <i>first trading day</i> bagi investor berkualitas rendah yang mereka jamin, berdampak pada koreksi pasar jangka panjang.   |

Sumber: Sub Bab Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan terdapat *day of the week effect* pada *long-term market performance* saham IPO dengan *first trading day* Rabu. *Underwriter* yang melakukan penjaminan terhadap emisi saham para emiten bereputasi

rendah cenderung memilih Rabu sebagai hari perdagangan pertama saham. Hal ini dilakukan untuk memanfaatkan kecenderungan *return* yang lebih tinggi pada perdagangan reguler hari Rabu. Dengan memilih hari perdagangan pertama Rabu, diharapkan *initial return* saham IPO dapat terangkat pula, meskipun berasal dari emiten berkualitas rendah. Karenanya, deteksi terhadap *underpricing* tidak menemukan perbedaan yang signifikan antara *mean underpricing* dari *first trading day* Rabu dengan yang lain.

Dengan berjalannya waktu investor menjadi lebih paham mengenai nilai (*value*) saham-saham yang berkualitas rendah produk *first trading day* Rabu. Informasi baru yang masuk setelah saham diperjualbelikan di pasar sekunder meningkatkan pemahaman tentang kecenderungan *overvaluation* pada saham-saham tersebut. Karenanya secara umum pasar (investor) melakukan diskonto nilai yang terwujud dalam bentuk *abnormal return* yang rendah (negatif). Hal ini mendorong terciptanya *long-term market performance* (diukur dengan CAR36) yang rendah saham IPO produk *first trading day* Rabu.

Secara umum hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar yang tidak efisien. Munculnya pola *return* yang berulang pada pasar perdana menjadi salah satu penanda ketidakefisienan pasar. Pembentukan pola *return* jangka panjang dapat dimanfaatkan sebagian investor untuk mengambil keuntungan abnormal dibanding investor yang lain, khususnya investor awam. Dalam jangka panjang kondisi ini dapat menurunkan minat berinvestasi di pasar modal. Bagaimanapun juga, penelitian ini telah menunjukkan bahwa *seasonality* dapat pula terjadi pada pasar perdana. Penelitian terhadap *seasonality* pada umumnya dilaksanakan pada pasar sekunder khususnya pasar reguler. Temuan bahwa *seasonality* juga terjadi pada pasar perdana memberikan kontribusi baru pada teori dan praktik investasi di pasar modal.



#### 5.4 Keterbatasan Penelitian

1. Nilai koefisien determinasi yang rendah pada seluruh analisis regresi menunjukkan rendahnya kemampuan variabel penelitian menjelaskan variabilitas *initial returns* dan *long-term market performance* saham IPO. Hal ini sangat disebabkan karena variabilitas kinerja pasar saham IPO dipengaruhi oleh banyak faktor yang lain.
2. Tidak konsistennya koefisien maupun signifikansi variabel penelitian dapat pula disebabkan karena karakteristik data *IPO*. Data terkait *IPO* baik berupa: *initial returns*, kinerja pasar jangka panjang, maupun karakteristik emiten memiliki sebaran nilai yang sangat lebar. Pada data yang memiliki dispersi nilai cukup besar (seperti data yang terkait dengan pasar modal) ukuran *central tendencies* yang lebih baik adalah median (Koenker dan Basset, 1978). Analisis *OLS* yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *mean* (rata-rata) sebagai ukuran kecenderungan terpusat. Karenanya hasil analisis pada kelompok data berbeda juga menjadi berbeda.
3. Pada penelitian ini metode *CAR36* digunakan untuk mengukur long-term market performance. Metode ini sangat sesuai digunakan pada data yang menunjukkan *trend* tertentu. Terdapat beberapa metode lain yang dapat digunakan untuk pengukuran long-term market performance. Metode-metode tersebut, seperti *buy and hold abnormal returns* serta *three factors model* (Fama dan French, 1992), tidak dibahas dalam penelitian ini.

#### 5.5 Implikasi Penelitian

Penelitian ini memberikan beberapa implikasi sebagai berikut:

1. Bagi investor, *seasonality* merupakan peluang untuk memperoleh imbal hasil *abnormal*. Pemahaman mengenai hubungan antara kecenderungan perilaku



pelaku pasar *IPO* yang meliputi emiten dan *underwriter* dengan kinerja saham *IPO* memungkinkan investor untuk mengambil keuntungan atau menghindari kerugian jangka panjang pada pasar *IPO*.

2. Bagi calon emiten dan *underwriter*, khususnya bagi emiten berukuran kecil dan *underwriter* dengan reputasi rendah, hasil penelitian diharapkan dapat menimbulkan kesadaran (*awareness*) tentang dampak kecenderungan penentuan hari perdagangan tertentu terhadap kinerja saham *IPO*. Penelitian ini menunjukkan bahwa penentuan hari perdagangan pertama hari Rabu dengan tujuan menimbulkan kesan *initial returns* yang tinggi berdampak pada buruknya kinerja pasar jangka panjang saham *IPO*. Pola perdagangan dan *returns* yang berulang ini dapat menjadi demotivator bagi investor untuk berinvestasi pada saham *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu; khususnya *IPO* yang dilakukan oleh perusahaan berukuran kecil dan dijamin oleh *underwriter* bereputasi rendah. Bagi investor, *IPO* yang dilakukan oleh *underwriter* bereputasi rendah dengan hari perdagangan pertama Rabu dapat menjadi sinyal tentang rendahnya kualitas emiten.
3. Bagi otoritas pasar modal, *seasonality* menunjukkan rendahnya efisiensi pasar modal. Menjaga pasar modal agar tetap efisien merupakan kewajiban otoritas pasar modal untuk menjamin kepercayaan investor umum. Karenanya, pola perdagangan yang muncul pada pasar *IPO* harus diminimumkan dengan melakukan pengawasan pemilihan hari perdagangan pertama.
4. Bagi akademisi, penelitian ini adalah yang pertama kali mengkaji *seasonality* pada kinerja pasar jangka panjang saham *IPO*. Penelitian ini dapat dianggap sebagai komplemen penelitian Jones dan Ligon (2009) tentang *seasonality* pada *underpricing*. Temuan penelitian ini diharapkan dapat menambah

wawasan tentang *seasonality* yang tidak hanya terjadi pada pasar sekunder tetapi juga pada pasar perdana, seta mampu memperkaya perbendaharaan teori tentang IPO. Hasil penelitian ini diharapkan dapat merangsang minat penelitian tentang bentuk-bentuk *seasonality* yang lain pada pasar perdana.



## BAB VI

### KESIMPULAN

#### 6.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *seasonality* pada kinerja pasar jangka pendek dan jangka panjang saham IPO pada periode 2006-2013 di pasar modal Indonesia, dengan kesimpulan:

1. Berbeda dengan penelitian Jones dan Ligon's (2009), tidak ditemukan perbedaan pada rata-rata *Market Adjusted initial Return* produk hari perdagangan pertama yang berbeda. Karenanya hipotesis pertama tidak terbukti. Kecenderungan *underpricing* sebagai hal yang umum dilakukan emiten dan *underwriter* mengakibatkan tidak terjadinya perbedaan rata-rata *MAIR* berdasarkan perbedaan hari perdagangan pertama tertentu.
2. Penelitian ini mengidentifikasi *day of the week effect* pada *long-term market performance* saham IPO yang diukur dengan *CAR* 36 bulan. Pengujian menggunakan *One Way Anova* metode *Planned Contrast* menunjukkan bahwa rata-rata *CAR36* produk IPO dengan hari perdagangan pertama Rabu secara signifikan lebih rendah daripada hari perdagangan pertama lainnya. Dengan demikian, hipotesis kedua terbukti. Analisis *One Way Anova* juga menunjukkan rata-rata *CAR36* produk hari perdagangan pertama Selasa secara signifikan lebih tinggi dibandingkan produk hari perdagangan pertama lainnya. *Robustness check* menunjukkan kecenderungan tersebut hanya muncul pada IPO yang dilakukan dalam kondisi krisis ekonomi.

3. Analisis regresi dengan menggunakan menunjukkan tidak terdapatnya pengaruh hari terhadap *underpricing* saham *IPO* dengan hari perdagangan yang berbeda. Temuan penelitian ini konsisten baik untuk *full sample* maupun pada sub-sub sampel. Karenanya hipotesis ketiga tidak terbukti. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa *underpricing* saham *IPO* di Indonesia dilakukan untuk mengatasi *winner's curse problem*. Karakteristik pasar Indonesia yang ditandai dengan rendahnya : literasi pasar modal, kepercayaan terhadap pasar modal, serta *investment mindedness*, akan melemahkan motivasi berinvestasi di pasar modal apabila terdapat kecenderungan investor *sophisticated* selalu lebih unggul dibandingkan investor *unsophisticated*. *Underpricing* akan memastikan bahwa semua jenis investor secara umum akan memperoleh *initial return* positif.
4. Analisis regresi dengan metode *OLS* pada *CAR36* menunjukkan bahwa hari perdagangan pertama Rabu berpengaruh negatif terhadap *long-term market performance*. Dengan demikian, hipotesis keempat dapat dibuktikan. Analisis multivariat menunjukkan bahwa hanya *CAR36* produk *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu yang secara signifikan berbeda dengan hari perdagangan pertama lainnya. Hal ini disebabkan *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi cenderung menghindari Rabu sebagai hari perdagangan pertama. Buruknya kualitas saham *IPO* yang diperdagangkan pada hari perdagangan pertama Rabu menjadi penyebab rendahnya *CAR36* dari *IPO* dengan hari perdagangan pertama Rabu. Umur perusahaan saat melakukan *IPO* merupakan satu-satunya variabel kontrol yang berpengaruh terhadap *underpricing* dan *long-term market performance*. Variabel *proceeds* hanya berpengaruh terhadap *underpricing*, sedangkan total aset periode sebelum *IPO* hanya berpengaruh terhadap *long-term market performance*. Meskipun demikian,

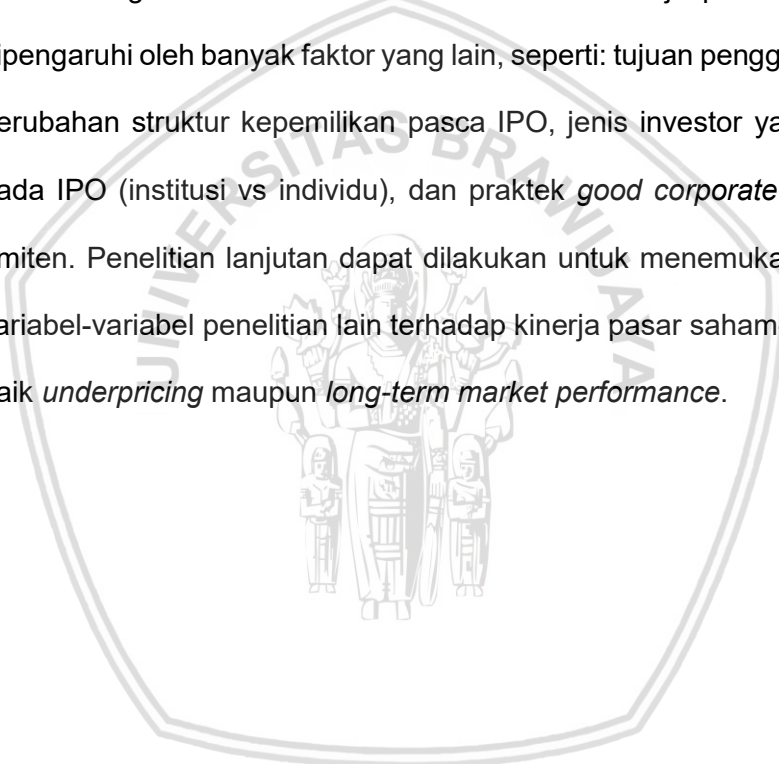
hasil *robustness check* menunjukkan pada periode pengamatan terkini (sub sampel 2010-2013) *proceeds* juga berpengaruh terhadap long-term *market performance*. Hal ini menunjukkan terjadinya pengembangan paradigma tentang *proceeds* sebagai proksi risiko.

## 6.2 Saran-Saran

1. Penelitian ini memberikan kesimpulan yang berbeda dengan hasil studi di negara maju. Karenanya, Studi tambahan dibutuhkan untuk dapat memberikan informasi mengenai fenomena yang diteliti pada pasar modal dengan yang berbeda. Studi lebih lanjut pada pasar modal yang berbeda diharapkan dapat mengkonfirmasi fenomena serupa.
2. Perlu diuji konsistensi hasil penelitian dengan menggunakan ukuran long-term market performance yang lain. Pada penelitian berikutnya kinerja jangka panjang dapat diukur menggunakan *buy and hold returns* atau *three factors model*.
3. Untuk mengatasi masalah akibat sebaran data penelitian yang sangat lebar, pada penelitian berikutnya sangat disarankan agar analisis tidak dilakukan dengan menggunakan *mean* sebagai ukuran kecenderungan terpusat. Dibutuhkan alat analisis lain yang mampu menjelaskan hubungan antar variabel secara lebih baik, antara dengan penggunaan metode regresi median ataupun *quantile regression*.
4. Untuk memastikan agar tidak terjadi *seasonality* pada pasar perdana, otoritas pasar modal (OJK) harus melakukan pengawasan terhadap pemilihan hari perdagangan pertama, khususnya pada IPO yang dijamin oleh kelompok-kelompok *underwriter* bereputasi rendah.
5. Hasil penelitian ini diharapkan dapat merangsang minat penelitian lanjutan tentang bentuk-bentuk *seasonality* yang lain pada pasar perdana. Bentuk-

bentuk seasonality yang lain, seperti efek bulan, efek hari raya, dan efek ukuran dapat terkait dengan kinerja IPO. Penelitian lanjutan juga dapat dilaksanakan untuk lebih menggali pemahaman tentang aspek perilaku pelaku pasar pada pasar IPO.

6. Nilai koefisien determinasi yang rendah pada seluruh analisis regresi menunjukkan rendahnya kemampuan variabel penelitian menjelaskan variabilitas *initial returns* dan *long-term market performance* saham IPO. Hal ini sangat disebabkan karena variabilitas kinerja pasar saham IPO dipengaruhi oleh banyak faktor yang lain, seperti: tujuan penggunaan dana, perubahan struktur kepemilikan pasca IPO, jenis investor yang dominan pada IPO (institusi vs individu), dan praktek *good corporate governance* emiten. Penelitian lanjutan dapat dilakukan untuk menemukan hubungan variabel-variabel penelitian lain terhadap kinerja pasar saham-saham IPO; baik *underpricing* maupun *long-term market performance*.





## DAFTAR PUSTAKA

- Agarwal, A. And Tandon, K. 1994. Anomalies or Illusions? Evidence from stock markets in eighteen countries, *Journal of International Money and Finance*.Vol.13, p.83-106.
- Ahmad-Zaluki, N.A. Campbell, A. Goodacre, A. 2007. The Long Run Share Price Performance Of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs), *Journal of Business Finance & Accounting*.Vol.34, No.1-2, p.78-110.
- Allen, F. and Faulhaber, G.R. 1989. Signaling by Underpricing in The IPO Market, *Journal of Financial Economics*.Vol.23, p.303-323.
- Amor, B.S., dan Kooli, M. 2016. Intended use of proceeds and post-IPO performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 65, p. 168-181.
- Ariel, R.A. 1987. A Monthly Effect in Stock Returns, *Journal of Financial Economics*.Vol.18, No. 1, p.161 -174.
- Ariel, R.A. 1990. High Stock Returns before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes, *The Journal of Finance*.Vol.45, No. 5, p.1611-1626.
- Barber, B.M. and Lyon, J.D. 1995. Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics*.Vol.41, p.359-399.
- Baron, D., P. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *The Journal of Finance*.Vol.37, No. 4, p.955-976.
- Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A.J. 2009. *Investment*, 8th edition. McGraw Hill International Edition. New York.
- Brockman, P. and Michayluk, D. 1998. Individual Versus Institutional Investors and the Weekend Effect, *Journal of Economics and Finance*, p.71-85.
- Briston, R.J., Paudyal, K. and Saadouni, B. 1998. Privatisation Initial Public Offerings in Malaysia: Initial Premium and long-term Performance, *Pacific-Basin Finance Journal*.Vol.6, p.427-451.
- Butler, A.W., Keefe, M.O. and Kieschnick, R. 2014. Robust determinants of IPO underpricing and their implications for IPO research, *Journal of Corporate Finance*.Vol.27, p.367–383.

- Cai, X., Liu, G.S. and Mase, B. 2008. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings and its Determinants: the case of China, *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.30, p.419–432.
- Carter, R. and Manaster, S. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*. Vol.45, No. 4, p.1045-1067.
- Chan, M.W.L., Khantavit, A. and Thomas, H. 1996. Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets, *Asia Pacific Journal of Management*. Vol.13, No. 2, p.1-24.
- Chang, E.C., Pinegar, J.M. and Ravicha, R. 1993. International Evidence on the Robustness of the Day-of-the-Week Effect, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.28, No. 4, p.497-513.
- Chang, S., Chun, T., Lin, W. 2010. Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings. *Accounting and Finance*. Vol. 50, p. 53–78
- Chen, H. and Singal, V. 2003. Role of Speculative Short Sales in Price Formation: Case of the Weekend Effect, *Journal of Finance*. Vol.58, No. 2, p.685-705.
- Chi, J., dan Padget, C. 2006. Operating performance and its relationship to market performance of Chinese Initial Public Offerings. *The Chinese Economy*. Vol. 39, no. 5, p. 28–50.
- Cross, F. 1973. The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays, *Financial Analysts Journal* November-December, p.67-69.
- DeCoster, J. 2006. *Testing Group Differences using T-tests, ANOVA, and Nonparametric Measures*, <http://www.stat-help.com/notes.html>. March 2017.
- Dichev, I. 2007. What Are stock investor's actual historical returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns, *American Economic Review*. Vol.97, p.386-402.
- Doyle, J.R. and Chen, C.H. 2009. The Wandering Weekday Effect in Major Stock Markets, *Journal of Banking & Finance*. Vol.33, p.1388–1399.
- Dubois, M. and Louvet, P. 1996, The Day-of-the-Week Effect: The International Evidence, *Journal of Banking & Finance*. Vol.20, p.1463-1484.
- Durukan, B.M. 2002. The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance : Case of Istanbul Stock Exchange, *Managerial Finance*. Vol.28, No. 2, p.18-38.
- Emasari, L., Tamara, D. 2010. Investigation towards the long-run performance of initial public offerings: Evidence from Indonesian Capital Market. *Journal of Applied Finance and Accounting*. Vol.2, No.2, pp. 100-125.

- Espenlaub, S., Gregori, A.G. and Tonks, I. 2000. Re-assesing the Long Term Underperformance of UK Initial Public Offerings, *European Financial Management*.Vol.6, No. 3, p.319-342.
- Etikan, I., Musa, S.A. and Alkassim, R.S. 2016. Comparison of Convenience Sampling and Purposive Sampling, *American Journal of Theoretical and Applied Statistics*.Vol.5, No. 1, p.1-4.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Financ*.Vol.25, No. 2, p.383-417.
- Fama, E.F. 1998. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*.Vol.49, p.283-306.
- Francis, J.C. 1991. *Investment: Analysis and Management*, 5<sup>th</sup> edition. McGraw-Hill, New York
- French, K. R. 1980. Stock Returns and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics*.Vol.8, p.55-70.
- Faulhaber, G.R. and Allen, F. 1989. Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*.Vol.23, p.303-323.
- Galai, D., Levy, H.K., and Schreiber, B.Z. 2008. Seasonality in Outliers of Daily Stock Returns: A tail that wags the dog?, *International Review of Financial Analysis*.Vol.17, p.784-792.
- Ghozali, I. 2005. *Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Edisi ke-3. Badan Penerbit UNDIP. Semarang.
- Gujarati, D.N. 2006. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- George, D., & Mallery, M, 2010, *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference*, 17, 10a ed., Pearson, Boston.
- Goergen, M., Khurshed, A. and Mudambi, R. 2007. The Long Run Performance of UK IPOs: can it be predicted?, *Managerial Finance*.Vol.33 No, 6, p.401-419.
- Guo, R., Lev, B. And Shi, C. 2006. Explaining the Short- and Long-Term IPO Anomalies in The US by R&D, *Journal of Business Finance and Accounting*.Vol.33, No. 3-4, p.550-579.
- Hershey, M., dan Nofsinger, R. 2008. *Investments: Analysis and Behavior*. McGraw-Hill Education, New York.
- Ho, Y. 1990. Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Markets, *Journal of International Financial Management and Accounting*.Vol.2, No. 1, p.47-77.
- Husain, F., Hamid, K., Akash, R.S.I. and Khan, M.I. 2011. Day of the Week Effect and Stock Returns: (Evidence from Karachi Stock Exchange-Pakistan), *Far East Journal of Psychology and Business*.Vol.3, No. 1, p.25 – 31.

- Husnan, S. 2015. *Dasar – dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi kelima. Penerbit : UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Ibbotson, R.G. and Jaffe, J.F. 1975. "Hot Issue" Markets, *The Journal of Finance*.Vol.30, No. 4, p.1027-1042.
- Ibbotson, R.G. 1975. Price Performance of Common Stock New Issue, *Journal of Financial Economics*.Vol.2, p.235 – 272.
- Jacobs, B. and Levy, K. 1988. Calendar Anomalies: Abnormal Returns at Calendar Turning Points. *Financial Analysts Journal*. Vol. 44, No. 6, p. 28-39.
- Jaffe, J. and Westerfield, R. 1985. The Week-End Effect in Common Stock Returns: The International Evidence, *The Journal of Finance*.Vol.40, No. 2, p.433-455.
- Jakobsen, B. and Sorensen, O. 2001. Decomposing and Testing Long Term returns: An Application on Danish IPOs, *European Financial Management*.Vol.7, No. 3, p.393-417.
- Jaskiewicz, P., Victor Gonzalez, V., Menéndez, S., and Schiereck, D. 2005. Long-run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Business, *Family Business Review*, Vol. 18, p. 179-202.
- Jegadeesh, N., Weinstein, M. and Welch, I. 1993. An Empirical Investigation Of IPO Returns And Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*.Vol.34, No. 2, p.153-175.
- Jogiyanto, H. 2015. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 10. BPFE. Yogyakarta.
- Jones, C.P. 2009. *Investments: Analysis and Management*, Tenth edition. John Wiley and Sons. Singapore.
- Jones, T.L. and Ligon, J.A. 2009. The Day of the Week effect in IPO Initial Returns, *The Quarterly Review of Economics and Finance*.Vol.49, p.110–127.
- Jones, T.L. and Swaleheen, M. 2010. Endogenous examination of underwriter reputation and IPO returns, *Managerial Finance*.Vol.36, No. 4, p.284-293.
- Kristanto, W. and Sukamluja, J.S. 2014. The Day of The Week Effect pada Pasar Modal Asean (Indonesia, Malaysia, dan Singapura) Periode 2003-2013, *Jurnal Manajemen UAJY*.Vol.1, p.1-5.
- Lakonishok, J. and Levi, M. 1982. Weekend Effects on Stock Returns, *Journal of Finance*.Vol.37, p.883-889.



- Lakonishok, J. dan Maberly, E. 1990. The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors. *Journal of Finance*. Vol. 45, Iss. 1: p. 231-243.
- Loughran, T., Ritter, J. and Rydqvist, K. 1994. Initial Public Offerings: International Insight, *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol.2, p.165-199
- Loughran, T., and Ritter, J. 2004. Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, *Financial Management* Autumn, p.5 – 37.
- Mayur, M. 2014. A Study on Post IPO Performance of Indian Banks and their relationship with Underpricing Issues, *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*. Vol.8, No. 7, p.360-365.
- Mayur, M. And Mittal, S. 2014. Relationship between Underpricing and Post IPO Performance: Evidence from Indian IPOs, *Asia Pacific Journal of Management Research and Innovation*. Vol.10, No. 2, p.129-136.
- Meidiaswati, H. 2008. Kinerja jangka panjang pada IPO (Initial Public Offerings) di Indonesia period 1991-1993. *Majalah Ekonomi*, Vol. 18, No. 2, p. 184-196.
- Meidiaswati, H. 2017. *Informasi Asimetri pada First Seasoned Equity Offering di Pasar Modal Indonesia*, Disertasi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga, 2017
- Miller, E.M. 1988. Why a Weekend Effect?, *Journal of Portfolio Management*. Vol.15, p.42–8.
- Moshirian, F., Ng, D. and Wu, E. 2010. Model specification and IPO performance: New insights from Asia, *Research in International Business and Finance*. Vol.24, p.62–74.
- Nielsen, C., Rimmel, G. and Yosano, T. 2015. Outperforming markets: IC and the long-term performance of Japanese IPOs, *Accounting Forum*. Vol.39, p.83–96.
- Ozdemir, O., Upneja, A. 2016. The role of internationalization on the IPO performance of service firms: Examination of initial returns, long-run returns, and survivability. *International Business Review* Vol. 25: p. 997–1009.
- Pande, A. and Vaidyanathan, R. 2009. Determinants of IPO Underpricing in the National Stock Exchange of India, *Journal of Applied Finance*. Vol.15, No. 1, p.27-35.
- Pettengill, N.G. 2003. A Survey of the Monday Effect Literature, *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol.42, p.3-27.
- Rystrom, D.S., dan Benson, E.D. 1989. Investor psychology and the day-of-the-week effect. *Financial Analysts Journal*. Vol. 45, p. 75-78.

- Ritter, J. R. 1984. The "hot issue" market of 1980, *Journal of Business*.Vol.57, p.215-240.
- , 1991. The Long Run Performance of initial Public Offerings, *Journal of Finance*.Vol.46, p.3-27.
- , 1986. Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics*.Vol.15, p.187-212.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D. 2008. *Corporate Finance Fundamentals, Eight edition*. McGraw-Hill International Edition, New York.
- Santhapparaj, S. and Murugesu, J. 2010. Impact of Risk Disclosure in the Prospectus on Valuation and Initial Returns of Initial Public Offerings in Malaysia, *The IUP Journal of Applied Finance*.Vol.16, No. 6, p.30-53.
- Stehle, R., Ehrhardt, O. and Przyborowsky, R. 2000. Long Run Stock Performance Of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, *European Financial Management*.Vol.6, No. 2, p.173-196.
- Su, C. and Bangassa, K. 2011. The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of Chinese IPOs, *International Financial Markets, Institutions And Money*.Vol.21, p.760–791.
- Sullivan, R., Timmermann, A. and White, H. 2001. Dangers of data mining: The case of calendar effects in stock returns, *Journal of Econometrics*.Vol.105, p.249–286.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. 2013. *Using Multivariate Statistics, 6<sup>th</sup> ed.*, Pearson Education Inc., New Jersey.
- Tian, L. 2011. Regulatory underpricing: Determinants of Chinese extreme IPO returns, *Journal of Empirical Finance*.Vol.18, p.78–90.
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.I. 1998. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. 53, Iss. 6, p. 1935–1974.
- Torstila, S. 2001. What Determines IPO Gross Spreads in Europe?, *European Financial Management*.Vol.7, No. 4, p.523-541.
- Ulussever, T., Guranyumusak, I. and Kar, M. 2011. The Day-of-the-Week Effect in the Saudi Stock Exchange: A Non-Linear Garch Analysis, *Journal of Economic and Social Studies*.Vol.1, No. 1, p.9-23.
- Vergin, R. and McGinnis, J. 1999. Revisiting the Holiday Effect: Is It on Holiday? *Applied Financial Economics*.Vol.9, p.477-482.
- Vittinghoff, E. and McCulloch, C.E. 2006. Relaxing the Rule of Ten Events per Variable in Logistic and Cox Regression. *American Journal of Epidemiology*.Vol.165, No. 6, p.710-718.



- Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*.Vol.44, p.421-449.
- Windijarto dan Sasikirono, N. 2004. *Pengaruh Hari Dalam Satu Minggu (Day of the Week Effects) Terhadap Pendapatan Saham Investor*, Laporan Penelitian Dosen Muda, Lembaga Penelitian Universitas Airlangga.
- Xia, N., Junyan, S. and Pei, G. 2013. Empirical study on initial public offering (IPO) underpricing and long-run performance: Evidence from China's A-share market, *African Journal of Business Management*.Vol.7, No. 11, p.852-861.
- Zhang, J., Lai, Y. And Lin, J. 2017. The day-of-the-Week effects of stock markets in different countries, *Finance Research Letter*.Vol.20 p.47-62.

